

piątek, 17 kwietnia 2020 | aktualizacja raportu

Grupa Azoty: trzymaj (obniżona)

ATT PW; ATT.WA | Przemysł chemiczny, Polska

Tworzywa i Chemia zaważą na 2020 roku...

Epidemia COVID-19 i oczekiwane w jej następstwie schłodzenie koniunktury będzie miało naszym zdaniem ograniczony wpływ na segment nawozów, zaś uderzy w sprzedaż i rentowność segmentów tworzyw sztucznych i produktów chemicznych. Z uwagi na oczekiwane niższe o 40% r/r ceny gazu i rekompensatę 70-80 mln PLN dla producentów energochłonnych za 2019 rok zakładamy, że segment nawozowy w 2020 roku poprawi r/r EBITDA o 2% r/r do 988 mln PLN (wcześniej zakładaliśmy 950 mln PLN). Wyniki na nawozach naszym zdaniem mogłyby być jeszcze lepsze gdyby nie oczekiwane niższe wolumeny sprzedaży nawozów saletranych (o 4% r/r) oraz wieloskładnikowych (-5% r/r), ze względu na słabszą sprzedaż na początku 2020 roku. Zakładamy jednocześnie, że spowolnienie koniunktury w 2020 roku przełoży się na 25% r/r spadek sprzedaży poliamidu, 15% r/r melaminy oraz 30% r/r alkoholi OXO i plastifikatorów. W efekcie zakładamy, że EBITDA segmentu tworzyw skurczy się w 2020 roku do -65 mln PLN (wcześniej zakładaliśmy +4 mln PLN), a produktów chemicznych do +98 mln PLN (wcześniej oczekiwaliśmy +161 mln PLN). Po dobrym zachowaniu Akcji Grupy Azoty (-4% YTD) na tle indeksu mWIG (-18% YTD) zamykamy naszą pozytywną rekomendację (+7% od wydania rekomendacji; +18% vs. WIG w tym okresie). Obniżamy nasze prognozy wyników na 2020 rok, obniżamy naszą cenę docelową do 28,42 PLN/akcja (wcześniej 30,55 PLN/akcja) oraz obniżamy rekomendację do trzymaj (wcześniej kupuj).

Prognoza wyników na 1Q'20

W 1Q'20 oczekujemy wzrostu r/r EBITDA segmentu nawozów o 5% r/r oraz wysokich spadków EBITDA w segmencie tworzyw sztucznych i produktów chemicznych. Inaczej niż wcześniej zakładaliśmy, w 1Q'20 prawdopodobnie nie uda się jeszcze rozpoznać rekompensaty dla producentów energochłonnych w wysokości 70-80 mln PLN za 2019 rok. W efekcie w 1Q'20 wyniki będą około 25% niższe na poziomie EBITDA i 44% niższe na wyniku netto niż w rekordowym 1Q'19.

Słabsza sprzedaż nawozów w styczniu, gaz sprzyja

W 1Q'20 oczekujemy około 7% r/r spadków wolumenu sprzedaży nawozów saletranych oraz około 16% r/r spadków wolumenu nawozów wieloskładnikowych. Słabo pod względem sprzedaży wyglądał styczeń, ale każdy kolejny miesiąc był lepszy, a marcu praktycznie wyczyszczone zostały magazyny Grupy Azoty. Ryzykiem dla sprzedaży w kolejnych kwartałach jest możliwa susza, która mogłaby uniemożliwić aplikację nawozów granulowanych w drugiej połowie roku. Producenci nawozów korzystają z niskich cen gazu oraz mniejszej konkurencji ze strony chińskich producentów (szczególnie w 1Q'20 odczuł to Compo Expert).

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 999,0	11 307,9	9 614,0	10 239,0	10 629,4
EBITDA	764,4	1 424,1	1 211,2	960,3	1 084,5
marża EBITDA	7,6%	12,6%	12,6%	9,4%	10,2%
EBIT	81,0	612,8	406,6	120,2	207,4
Zysk netto	9,8	372,9	211,5	-4,4	41,5
P/E	284,6	7,4	13,1	-	67,0
P/CE	4,0	2,3	2,7	3,3	3,0
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,4	4,4	5,9	8,7	8,8
DPS	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	28,00 PLN
Cena docelowa	28,42 PLN
Kapitalizacja	2,8 mld PLN
Free float	0,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	6,8 mln PLN

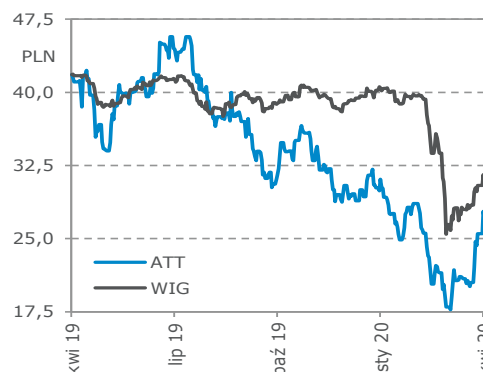
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	33,00%
Wiaczesław Kantor (Acron)	19,82%
PZU TFI	8,60%
NN OFE	6,64%
PZU OFE	5,04%
Pozostali	26,90%

Profil spółki

Grupa Azoty specjalizuje się w wytwarzaniu nawozów azotowych (saletrane max 2,0-2,1 mln ton rocznie, siarczanu amonu max 0,7 mln ton, RSM max 1,2 mln ton oraz mocznika max 1,6 mln ton), nawozów wieloskładnikowych (max 1,8 mln ton), kaprolaktamu (max 170 tys. ton), PA6 (max 92 tys. ton), melaminy (max 96 tys. ton), plastifikatorów (max 83,5 tys. ton), alkoholi OXO (max 205 tys. ton) oraz bieli tytanowej (max 40 tys. ton). Grupa posiada ~ 70% udział w krajowym rynku nawozów saletranych i ~ 80% nawozów wieloskładnikowych.

Kurs akcji ATT na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Grupa Azoty	28,42	30,55	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Grupa Azoty	28,00	28,42	+1,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
EBITDA	-9,1%	-15,6%	-4,2%
Zysk netto	-21,2%	-	-57,8%
Mocznik (PLN/t)	-0,7%	-5,0%	-4,7%
Saletra (PLN/t)	-0,9%	-5,1%	-4,8%
Gaz ziemny (PLN/m3)	-25,6%	-19,5%	-14,6%
Poliamid 6 (PLN/t)	-7,9%	+2,6%	+10,9%
Propylen (PLN/t)	-41,3%	-38,1%	-29,2%

Analitik:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 17 kwietnia 2020 o godzinie 08:30.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 17 kwietnia 2020 o godzinie 08:30.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wyliczona w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
Grupa Azoty

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-03-04	2020-02-06	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	30,55	30,31	30,31	32,75	37,12	34,09	39,77	45,93	45,93	44,42	45,39
kurs z dnia rekomendacji	22,24	27,50	26,10	30,00	36,58	31,18	39,98	42,30	42,10	39,86	35,92

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl