



Dom Maklerski BDM S.A.

## PCC ROKITA

### RAPORT ANALITYCZNY

Spółka ma za sobą rekordowy rok, w którym EBITDA powinna wyraźnie przekroczyć 200 mln PLN, a zysk netto zbliżyć się do 130 mln PLN. Przy utrzymaniu dotychczasowej praktyki dywidendy (od 2010 roku 100% zysku trafia na dywidendę, co stanowi 4-8% kapitalizacji) oznacza to wypłatę również rekordowej, sięgającej 10% dywidendy. Rok 2017 nie powinien być gorszy. Co prawda wolumen sprzedaży, który dzięki licznym inwestycjom był jednym z głównych czynników poprawy wyników w 2016 roku, przestanie odgrywać większą rolę, to szans na podniesienie założeń upatrujemy w alkaliach. Od dołka w 2014 roku ceny sody kaustycznej wzrosły już o 30%, a w samym styczniu'17 o 10% r/r. Zwracamy uwagę, że 2017 rok jest ostatnim okresem funkcjonowania przestarzałej technologii rtęciowej w Europie. Obecnie jest to ok. 20% mocy produkcyjnych ogółem (5% globalnie) i nie wszystkie instalacje przejdą konwersję (szacujemy, że ok. 11% mocy wypadnie z rynku). Stwarza to szansę na podniesienie cenników w 2017-2018 roku. Mając to na względzie decydujemy się podnieść rekomendację dla spółki z trzymaj do KUPUJ z ceną docelową 78 PLN/akcję.

Baza wynikowa na 4Q'16 jest wysoka i nie zakładamy, że spółka będzie w stanie ją poprawić (oczek. 52,5 mln PLN EBITDA, -5% r/r). Niemniej całoroczna EBITDA powinna wyraźnie przekroczyć 200 mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, że dotychczas spółka pozytywnie zaskakiwała nas wynikami, a obszarem, gdzie możemy być konserwatywni w założeniach jest segment chlorowy, korzystający z bardzo dobrych cen na rynku sody/tługu sodowego (efekt. m.in. wypadów produkcyjnych konkurencji). Raport roczny spółka opublikuje 7 marca 2017 roku.

Rok 2017 nie powinien być gorszy pod względem wyników finansowych. Co prawda brakuje czynników wzrostu, jakim w minionych latach były inwestycje w nowe moce produkcyjne i w konsekwencji wzrost wolumenów sprzedaży, ale szans na podniesienie założeń upatrujemy w segmencie alkaliów. Również w polioliach, gdzie oczekujemy słabszego roku, czujemy się bezpiecznie z prognozami (zakładana marża EBITDA segmentu 7% przy średniej 9-10%).

W latach 2009-2016 spółka wydała na inwestycje ponad 800 mln PLN przy skumulowanej amortyzacji ok. 380 mln PLN. Dzięki temu EBITDA grupy uległa więcej niż podwojeniu do ponad 200 mln PLN. W planie do 2018 roku spółka określiła poziom nakładów na 440 mln PLN. Zakładamy, że jest to górna granica inwestycji. Obecnie spółka jest na etapie zwiększania mocy produkcyjnych w polioliach (+25%), alkaliach (+6%) czy fosforopochodnych (potencjał 40% wzrostu sprzedaży). Znaczące efekty tych inwestycji powinny być widoczne w 2018 roku.

W ostatnich miesiącach/tygodniach PCC Rokita kupiła 25% udziałów w spółce produkującej polirole w Tajlandii (opcja na 50%) i poinformowała o zawiązaniu spółki w Malezji z PCC Exol (umowa na dostawy surowca z Petronas). Kierunek azjatycki z uwagą na gigantyczny popyt (blisko 50% dostaw PUR) i dostępność surowca jest strategiczny dla spółek chemicznych na świecie i oceniamy ten ruch pozytywnie.

|                       | 2013    | 2014    | 2015    | 2016P   | 2017P   | 2018P   |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN]   | 1 101,2 | 1 092,9 | 1 048,7 | 1 104,7 | 1 172,9 | 1 287,9 |
| EBITDA [mln PLN]      | 119,8   | 125,2   | 153,1   | 206,2   | 205,6   | 239,9   |
| EBIT [mln PLN]        | 77,2    | 81,0    | 101,3   | 148,4   | 142,2   | 171,7   |
| Wynik netto [mln PLN] | 58,3    | 71,2    | 84,8    | 128,1   | 116,8   | 140,9   |
| P/BV                  | 2,4     | 2,2     | 2,1     | 1,9     | 1,9     | 1,8     |
| P/E                   | 22,14   | 18,1    | 15,2    | 10,1    | 11,0    | 9,2     |
| EV/EBITDA             | 12,5    | 12,2    | 10,4    | 7,8     | 8,6     | 7,4     |
| EV/EBIT               | 18,2    | 17,7    | 14,8    | 10,2    | 11,8    | 9,8     |
| DPS w okresie         | 2,7     | 3,5     | 3,5     | 4,5     | 6,2     | 5,9     |
| DY                    | 4,2%    | 5,3%    | 5,4%    | 6,9%    | 9,5%    | 9,1%    |

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

**WYCENA 78,0 PLN**

01 MARZEC 2017, 09:35 CEST

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| Wycena DCF [PLN]                     | 79,2         |
| Wycena porównawcza [PLN]             | 76,3         |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b>          | <b>78,0</b>  |
| <b>Potencjał do wzrostu / spadku</b> | <b>20,0%</b> |
| Koszt kapitału                       | 9,0%         |
| Cena rynkowa [PLN]                   | 65,0         |
| Kapitalizacja [mln PLN]              | 1 290,5      |
| Ilość akcji [mln. szt.]              | 19,9         |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN]        | 69,9         |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]         | 63,9         |
| Stopa zwrotu za 3 mc                 | -2,6%        |
| Stopa zwrotu za 6 mc                 | 1,6%         |
| Stopa zwrotu za 9 mc                 | 8,7%         |
| Struktura akcjonariatu*:             |              |
| PCC SE                               | 89,4%        |
| Pozostali                            | 10,6%        |

\*- liczba głosów na WZA

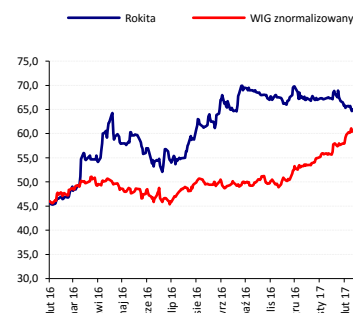
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

**SPIS TREŚCI**

|                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE.....                                  | 3  |
| REKORDOWY ROK I DYWIDENDA .....                             | 3  |
| POPRAWA OTOCZENIA W ALKALIACH .....                         | 4  |
| WZROST WYCEN SPÓŁEK CHEMICZNYCH .....                       | 5  |
| GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....                                 | 6  |
| WYCENA DCF.....                                             | 7  |
| WYCENA PORÓWNAWCZA.....                                     | 11 |
| PROGNOZY NA 4Q'16 I PERSPEKTYWY 2017 ROKU.....              | 12 |
| OTOCZENIE RYNKOWE .....                                     | 13 |
| ALKALIA .....                                               | 13 |
| KONIEC ELEKTROLIZY RTĘCIOWEJ W EUROPIE OD 2018 ROKU .....   | 14 |
| POLIOLE .....                                               | 15 |
| WYNIKI KONKURENTA COVESTRO ZA 4Q'16.....                    | 16 |
| NAKŁADY INWESTYCYJNE.....                                   | 17 |
| CAPEX 2013-2015.....                                        | 17 |
| CAPEX 2016-2018P.....                                       | 17 |
| POTENCJALNE NOWE INWESTYCJE PO 2018 ROKU .....              | 18 |
| INWESTYCJE W AZJI .....                                     | 19 |
| STRUKTURA ZADŁUŻENIA.....                                   | 20 |
| WYNIKI PCC SE (SPÓŁKA „MATKA”).....                         | 21 |
| ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2016-2018 .....                  | 22 |
| GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025 ..... | 23 |
| DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....                            | 25 |

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 79,2 PLN. Natomiast wycena porównawcza do zachodnich konkurentów i polskich firm z branży chemicznej notowanych na GPW, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 78,9-73,6 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 60% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 40% dla wyceny porównawczej z uwagi na wysoką dywidendę płaconą przez PCC Rokita (DY 8-9%). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 78,0 PLN.

### Podsumowanie wyceny

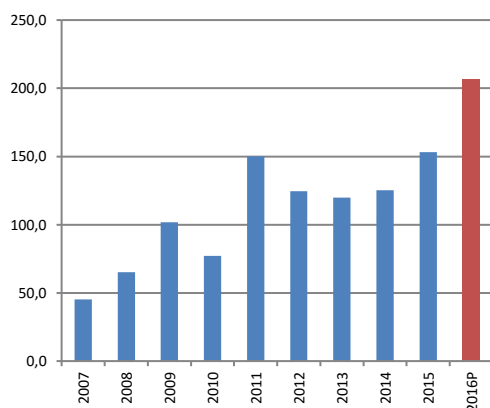
|                                 | Waga | Wycena      |
|---------------------------------|------|-------------|
| Wycena modelem DCF [PLN]        | 60%  | 79,2        |
| Wycena metodą porównawczą [PLN] | 40%  | 76,3        |
| do spółek zagranicznych         |      | 78,9        |
| do spółek polskich              |      | 73,6        |
| <b>Wycena spółki [PLN]</b>      |      | <b>78,0</b> |

Źródło: BDM S.A.

### Rekordowy rok i dywidenda

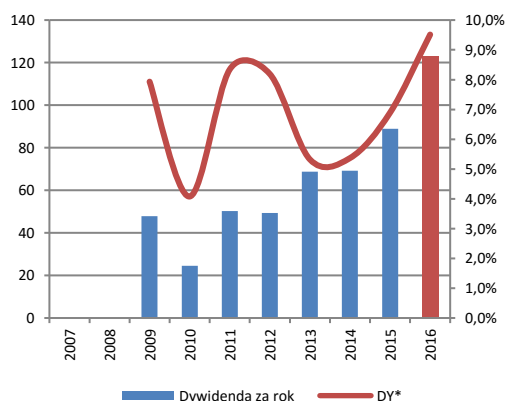
Po 1-3Q'16 EBITDA spółki wynosi już 153 mln PLN (+63% r/r), a zysk netto 96 mln PLN (+112% r/r), czyli więcej niż za cały 2015 rok. Zakończony 2016 rok będzie więc rekordowy, co przy utrzymaniu praktyki wypłaty 100% zysku w postaci dywidendy oznacza rekordową, sięgającą 10% kapitalizacji dywidendę. Przy ostrożnym podejściu do 4Q'16 (dotychczas spółka pozytywnie nas zaskakiwała) EBITDA grupy powinna wyraźnie przekroczyć 200 mln PLN, a zysk netto ukształtować się w okolicy 130 mln PLN.

Skonsolidowana EBITDA 2007-2016P [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Dywidenda za rok [mln PLN] i DY\*



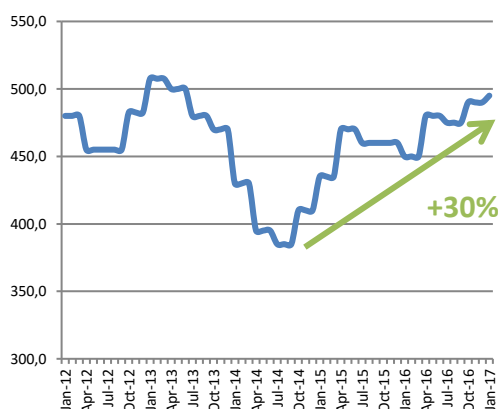
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. LS- dywidenda, PS- DY. \*- dywidenda/kapitalizacja

### Poprawa otoczenia w alkaliach

Ceny alkaliów (ługu sodowego/sody kaustycznej) znajdują się w trendzie wzrostowym. W styczniu'17 cena sody kaustycznej rośnie o ok. 10% r/r (w EUR). W 2016 roku średnia cena wzrosła o ok. 4% r/r. Od dołka z 2014 roku ceny wzrosły już o ok. 30% i mają jeszcze potencjał wzrostu.

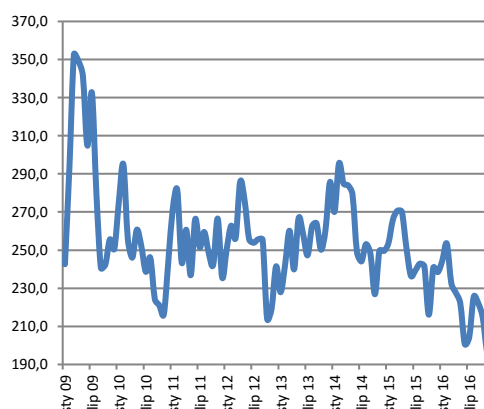
Zapasy sody kaustycznej w Europie znalazły się w grudniu'16 na poziomie najniższym od przynajmniej 7 lat. Wynika to ze spadku produkcji alkaliów w Europie przez nieplanowane postoje i wypadki produkcyjne konkurencji. Zwracamy uwagę, że od 2018 roku wchodzić będą wymagające przepisy środowiskowe, które nakazują zaprzestania technologii rtęciowej w elektrolizie soli. Na koniec 2015 roku ok. 20% mocy produkcyjnych (ok. 2,4 mln ton) produkowało alkalia w tej technologii. Wg dostępnych publicznie informacji tylko część producentów (ok. 43%, ok. 1 mln ton) planuje konwersję na nowoczesną technologię membranową, co oznacza, że ok. 1,4 mln ton mocy może wypaść z rynku (ok. 11% rynku) i mieć pozytywne przełożenie na cenniki w 2018 roku. PCC Rokita od 1Q/2Q'15 w pełni opiera produkcję na technologii membranowej. Segment alkaliów generuje największy (nominalnie) wynik w grupie.

Ceny sody kaustycznej NWE [EUR/t]



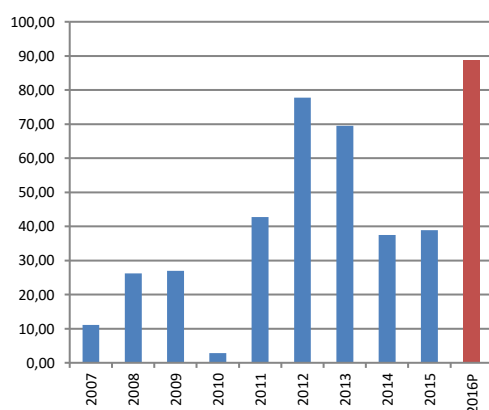
Źródło: BDM S.A.,

Zapasy sody kaustycznej w Europie [tys. ton]



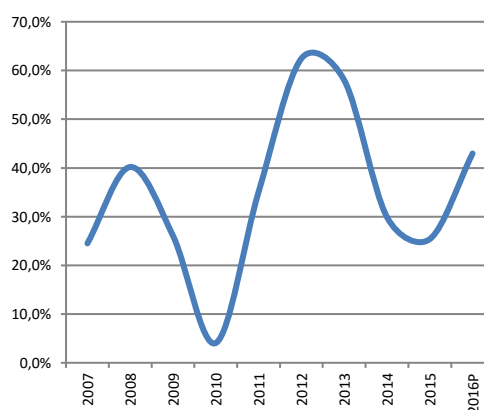
Źródło: DM BDM, Eurochlor

EBITDA segmentu chlorowego PCC Rokita



Źródło: DM BDM, spółka, szacunki własne

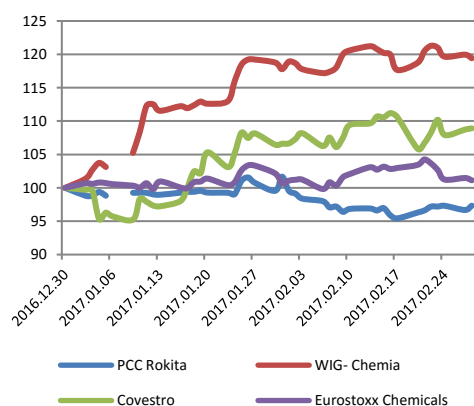
Udział segmentu chlorowego w EBITDA grupy PCC Rokita



Źródło: DM BDM, spółka, szacunki własne

## Wzrost wycen spółek chemicznych

### Kursy spółek chemicznych 2017 YTD



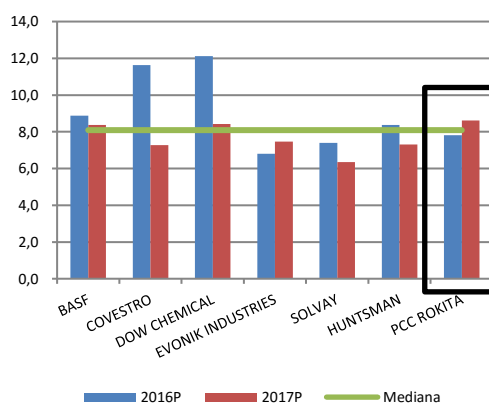
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

W 2017 roku poprawie uległy perspektywy branży chemicznej na świecie (lepszy popyt, przełożenie kosztów surowców na ceny produktów, redukcja nadpodaży mocy w Chinach etc.), przez co wzrosły wyceny spółek chemicznych. Od początku 2017 roku (YTD) kurs PCC Rokity spadł jednak 3% przy wzroście o 19% WIG-Chemia i +9% Covestro (konkurenta w obszarze PUR).

Mediana wycen EV/EBITDA dla spółek zagranicznych i polskich w latach 2016-2017P to ok. 8,0x. PCC Rokita jest handlowana w okolicach mediany lub z lekką premią,...

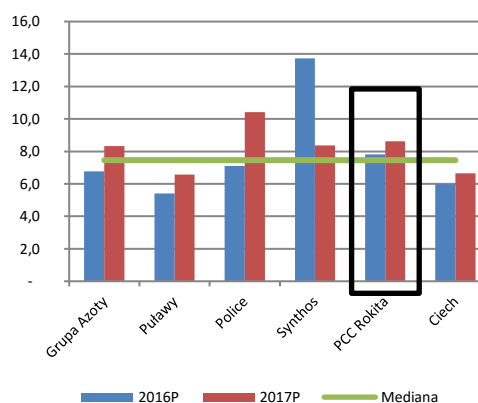
... która znajduje uzasadnienie w wypłacie ponadprzeciętnych dywidend. W PCC Rokita DY 2016-2017P to 7-10% przy medianie spółek zagranicznych ok. 3% i polskich 4,4%

### Wycena EV/EBITDA 2016-2017P spółek zagranicznych



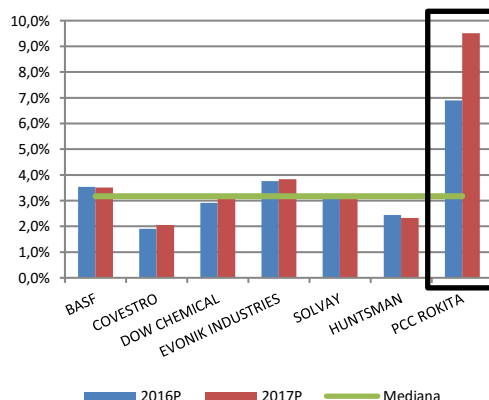
Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg

### Wycena EV/EBITDA 2016-2017P spółek polskich



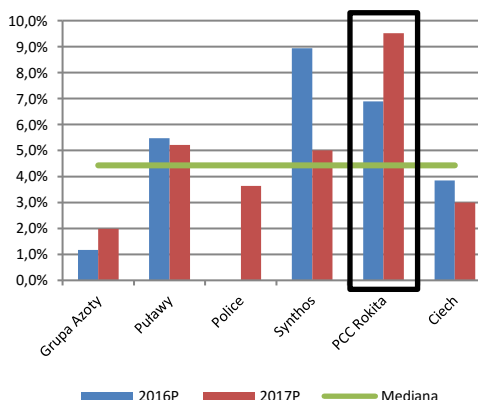
Źródło: BDM S.A., spółki

### DY\* 2016-2017P spółek zagranicznych



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg. \*- dywidenda/kapitalizacja

### DY\* 2016-2017P spółek polskich



Źródło: BDM S.A., spółki. \*- dywidenda/kapitalizacja

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

### ■ **Wysokie ceny i marże na alkaliach**

W ostatnich kwartałach wzrost cen alkaliów, przy praktycznie stałych cenach energii, pozwolił wypracować spółce rekordowe marże w tym segmencie (nie licząc zmiany technologii w 1/2Q'15). Oczekujemy, że przez restrykcje środowiskowe w Europie (brak akceptacji starej technologii rtęciowej od 2018 roku), ceny ługu/sody kaustycznej powinny przynajmniej utrzymać się na wysokich poziomach. Istnieje jednak ryzyko ich cyklicznego spadku.

### ■ **Wzrosty cen węgla i energii**

O konkurencyjności biznesu chlorowego/alkaliów decyduje koszt energii elektrycznej. Ceny węgla energetycznego w ostatnich kilku miesiącach (porty ARA) wzrosły z ok. 40 do 80 USD/t, co może mieć istotne przełożenie na cenniki w 2018 roku (spółka ma w pełni zabezpieczone wolumeny węgla i energii na 2017 rok). Oparty na węglu krajowy sektor energetyczny będzie stopniowo obciążany kosztami uprawnień emisyjnych CO<sub>2</sub>, a zakłady energetyczne zmuszone są do ponoszenia kolejnych nakładów inwestycyjnych na modernizację jednostek wytwórczych i przesyłowych. Szacujemy, że energia elektryczna stanowiła w 2015 roku ok. 10% kosztów ogółem spółki, a węgiel energetyczny ok. 2%.

### ■ **Zaprzestanie praktyki wypłaty dywidendy**

Spółka nie ma przyjętej polityki dywidendowej, ale od 2010 roku regularnie wypłaca dywidendy w wysokości ok. 100% zysku netto. Skumulowana kwota dywidend w talach 2010-2016 wyniosła blisko 400 mln PLN, czyli ok. 30% kapitalizacji spółki. Rekordowy wynik finansowy 2016 roku powinien przyczynić się do rekordowej dywidendy (oczek. 6,2 PLN DPS, DY 9,5%). W rezultacie spółka handlowana jest z premią do podmiotów porównywalnych. Zaprzestanie praktyki wypłaty dywidendy (casus Synthos z marca 2016) mogłoby tę premię zniwelować.

### ■ **Silny program inwestycyjny**

Po dużych inwestycjach spółka nie przestaje podejmować ryzyka i planuje kolejne inwestycje. W ostatnich kwartałach poinformowała o inwestycji w Tajlandii (IRPC Polyol) i Malezji (z Petronas). Przy kontynuacji praktyki wypłaty dywidendy może to rodzić ryzyka płynnościowe.

### ■ **Rewolucja łupkowa w USA**

Rewolucja łupkowa w USA i w konsekwencji spadek tamtejszych cen energii/gazu, wpłynęła na zmianę dotychczasowego modelu chemii/petrochemii na świecie. Obecnie większość nowych inwestycji wykorzystujących tańsze surowce (etylen, propylen, amoniak, energia elektryczna) zlokalizowanych jest na tym rynku, co obniża konkurencyjność w pierwszej kolejności firm azjatyckich i europejskich. Po stronie alkaliów przewagą jest dostęp do tańszej energii elektrycznej (w USA zlokalizowanych jest ok. 16,9 mln ton mocy chloru wobec 12 mln ton w Europie), a w przypadku polioli do bardziej konkurencyjnego propylenu/tlenku propylenu. Niemniej elektroliza w USA oparta jest głównie na starszej technologii przeponowej (azbest), z której produkt nie nadaje się do wszystkich zastosowań.

### ■ **Ryzyko uzależnienia od dostaw surowców**

Na rynku jest niewielu producentów tlenku propylenu czy etylenu. Dostawy są zmonopolizowane. Jedynym dostawcą tlenku propylenu do spółki (ok. 16% kosztów spółki-zewnątrz dostawa) jest Lyondell. Jedynym dostawcą tlenku etylenu (ok. 7% kosztów spółki) jest PCC Exol, spółka z grupy PCC (kupi surowiec dla wszystkich spółek z grupy). Rokita posiada własną instalację tlenku propylenu, ale pokrywa ona ok. 70% zapotrzebowania na surowiec.

### ■ **Ryzyko dalszego spadku kursu EUR/USD**

Spółka większość przychodów realizuje w EUR (poliole) i USD (alkalia), a koszty ponosi w USD (surowce ropopochodne) i PLN (energia, węgiel, koszty pracy). W rezultacie istotne są kursy walut. Szacujemy, że każde 100 pipsów spadku EUR/USD to ok. 4 mln PLN utraty marży ceteris paribus. Ostatni ruch EUR/USD z 1,40 do poniżej 1,10 negatywnie wpłynął na rentowność firmy, ale został zamortyzowany ponad 50% spadkiem cen ropy naftowej.

### ■ **Ryzyko korporacyjne, niski free float**

Głównym akcjonariuszem spółki (84,2%) jest PCC SE z siedzibą w Duisburgu. Spółka matka jest mocno zadłużona (DN/EBITDA 1H'16 powyżej 9x), w dodatku prowadzi kosztowne inwestycje. PCC Rokita jest głównym aktywem generującym gotówkę. Istnieje ryzyko znacznego obciążenia finansów spółki przez wypłatę ponadstandardowych dywidend (od 2010 roku Rokita wypłaciła ok. 400 mln PLN) czy transakcji kapitałowych z innymi spółkami z Grupy (w ostatnich latach sprzedaż PCC Exol- 2012, Kosmet-2011 i Tensis-2015, kupno Prodex-2013 i Autochem-2014). Ponadto osoby z organów spółki pełnią również funkcję w innych organach spółek z grupy PCC SE.

### ■ **Partycypacja w długi PCC Exol i PCC MCAA**

Spółka poręczyła za zobowiązania PCC Exol do kwoty 33 mln PLN i PCC MCAA do 76 mln PLN.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

**Główne zmiany w modelu (szczegóły zostały przedstawione na ostatnich stronach raportu):**

- **Wolumeny sprzedaży**

W ostatnich kwartałach spółka zaskakiwała przede wszystkim wysokim wolumenem sprzedaży alkaliów. Nowa elektroliza membranowa szybko doszła do swoich pełnych mocy produkcyjnych. W kolejnych okresach nie będzie już tego efektu. Efektywnie moce wzrosną dopiero od 2018 roku (+10 tys. ton ługu sodowego).

W przypadku polioli również w 2016 roku wolumen był wyższy od naszych założeń (dobre otoczenie w meblarstwie). W kolejnych latach nasze założenia zostały podtrzymane (nowe inwestycje: poliole poliestrowe, prepolimery, systemu PU) i nowy ciąg efektywnie od 2018 roku.

W fosforopochodnych spółka zamierza zbudować instalację, która zwiększy sprzedaż o ponad 30% (efektywnie od 2018 r.).

- **Ceny produktów i surowców**

Zaktualizowaliśmy ceny kluczowych produktów do 1Q'17. W przypadku polioli negatywnie na marże będzie wpływał wyższy koszt propylenu skorelowanego z ceną ropy naftowej.

Znacznie podwyższyliśmy ceny sody kaustycznej (o 8-9%), co pozytywnie przełoży się na marże segmentu alkaliów. Wzrost cen wynika z dobrego popytu przy zmniejszonej podaży zw. z nieplanowymi postojami remontowymi i wypadnięciem części mocy produkcyjnych wskutek restrykcyjnych wymagań środowiskowych.

- **Kursy walut**

Kursy walutowe przyjmujemy zgodnie z aktualną krzywą kontraktów terminowych. Skutkuje to obniżeniem założeń dla EUR/USD w latach 2017-2018 o ok. 6-7%, co negatywnie wpływa na marże spółki, szczególnie w obszarze polioli.

- **Teoretyczne marże**

W skutek aktualizacji cen produktów/surowców/kursów walut wzrosły teoretyczne marże szczególnie w alkaliach (znacznie wyższe ceny przy stałych kosztach produkcji).

W polioliach spadek marż to efekt wyższych kosztów propylenu. W kolejnych latach wzrost marż ma wynikać z większej specjalizacji produktowej i nowych inwestycji.

- **CAPEX i inwestycje kapitałowe**

CAPEX został szczegółowo przedstawiony w osobnym rozdziale. W latach 2016-2018 spółka oczekuje ok. 440 mln PLN (zakładamy ok. 450 mln PLN). W 2016 roku spodziewamy się ok. 134 mln PLN, czyli na poziomie porównywalnym do 2015 roku (ok. 80 mln PLN w 1-3Q'16). Szczyt inwestycji to 2017 rok (oczekujemy 218 mln PLN), kiedy kończone będą kluczowe inwestycje jak nowy ciąg polioliowy, rozbudowa instalacji tlenu propylenu, instalacja fosforopochodnych czy stacja skraplania chloru. Nie zakładamy żadnych inwestycji kapitałowych (np. inwestycja w Tajlandii) z uwagi na brak szczegółów. Niemniej uważamy, że ewentualne wydatki nie powinny mieć istotny wpływ na bilans spółki. Inwestycja w Malezji może być realizowana po 2018 roku.

- **Koszty uprawnień do emisji CO2**

Ceny uprawnień emisyjnych konserwatywnie zostawiamy na poziomie 9 EUR/t (obecnie ok. 6 EUR/t), co będzie skutkowało kosztami rządu 2-4 mln PLN rocznie od 2018 roku (spółka ma nadwyżkę praw). Po 2020 roku nie zakładamy kontynuacji systemu ETS. W PE trwają prace nad nowym mechanizmem (prawdopodobnie kontynuacja z postępującym ograniczeniem praw).

- **Dywidenda**

Podwyższyliśmy nasze założenia co do dywidendy za 2016 rok z ok. 5,5 PLN DPS do 6,18 PLN DPS, co wynika z lepszych wyników spółki (oczek. 128 mln PLN zysku netto).. Od 2010 spółka regularnie wypłaca dywidendy (blisko 400 mln PLN), a stopa wypłaty to z reguły 100% osiągniętego zysku. Wobec dużych potrzeb kapitałowych właściciela oczekujemy utrzymania tej polityki w kolejnych latach.

- **Białe certyfikaty**

Dzięki redukcji kosztów energetycznych spółka dostała z URE tzw. „certyfikaty białe”, o wartości ok. 43 mln PLN (ceny z TGE na koniec 2016). Uznajemy to jako ekwiwalent gotówki, ale nie uwzględniamy w RZiS (rozliczamy poprzez kapitał). Poprzednio oczekiwaliśmy sprzedaży praw w 3Q'16. Spółka zaksięgowwała wówczas wspomniane certyfikaty w bilansie po wartości nominalnej czyli 0 PLN. Po ewentualnej sprzedaży kwota miała zasilić wynik finansowy spółki.

**Ponadto:**

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie ok. 10% (SSE do 2026 roku). W latach 2007-2015 średnia stopa procentowa kształtowała się na poziomie 7,5%, a w 2011-2015 zaledwie 4,6%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 19 853 tys. akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 1% (poprzednio 0%).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 1 marca 2017 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1 572 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 79,2 PLN.**



#### Model DCF

|                                          | 2015    | 2016P          | 2017P                                           | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
|------------------------------------------|---------|----------------|-------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]         | 1 048,7 | 1 104,7        | 1 172,9                                         | 1 287,9 | 1 329,1 | 1 317,6 | 1 313,1 | 1 322,1 | 1 331,0 | 1 337,5 | 1 340,3 |
| EBIT [mln PLN]                           | 101,3   | 148,4          | 142,2                                           | 171,7   | 184,5   | 178,4   | 176,3   | 178,9   | 181,2   | 183,2   | 184,3   |
| Stopa podatkowa                          | 7,1%    | 6,8%           | 10,0%                                           | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                | 7,2     | 10,1           | 14,2                                            | 17,2    | 18,4    | 17,8    | 17,6    | 17,9    | 18,1    | 18,3    | 18,4    |
| NOPLAT [mln PLN]                         | 94,1    | 138,3          | 128,0                                           | 154,5   | 166,0   | 160,6   | 158,7   | 161,0   | 163,1   | 164,9   | 165,8   |
| Amortyzacja [mln PLN]                    | 51,8    | 57,8           | 63,4                                            | 68,3    | 69,4    | 69,7    | 70,0    | 70,3    | 70,6    | 70,9    | 71,2    |
| CAPEX [mln PLN]                          | -135,2  | -134,0         | -218,0                                          | -103,0  | -71,4   | -70,8   | -70,3   | -70,6   | -70,8   | -71,0   | -71,0   |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]  | 5,7     | -26,5          | -2,6                                            | -4,4    | -1,6    | 0,4     | 0,2     | -0,3    | -0,3    | -0,2    | -0,1    |
| FCF [mln PLN]                            | 16,3    | 35,5           | -29,2                                           | 115,4   | 162,4   | 159,9   | 158,6   | 160,4   | 162,6   | 164,6   | 165,9   |
| DFCF [mln PLN]                           | -       | 33,3           | -25,5                                           | 93,6    | 122,3   | 111,9   | 103,1   | 96,9    | 91,2    | 85,7    | 80,3    |
| Suma DFCF [mln PLN]                      |         | 792,9          |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Wartość rezydualna [mln PLN]             |         | 2 419,6        | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0% |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] |         | 1 171,1        |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Wartość firmy EV [mln PLN]               |         | 1 964,0        |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Dług netto* [mln PLN]                    |         | 391,9          |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>        |         | <b>1 572,1</b> |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Ilość akcji [mln szt.]                   |         | 19,9           |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   |         | <b>79,2</b>    |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |

|                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Przychody zmiana r/r          | 5,3%   | 6,2%   | 9,8%   | 3,2%   | -0,9%  | -0,3%  | 0,7%   | 0,7%   | 0,5%   | 0,2%  |
| EBIT zmiana r/r               | 46,5%  | -4,2%  | 20,7%  | 7,5%   | -3,3%  | -1,2%  | 1,5%   | 1,3%   | 1,1%   | 0,6%  |
| FCF zmiana r/r                | 117,9% | -      | -      | 40,7%  | -1,5%  | -0,9%  | 1,2%   | 1,3%   | 1,2%   | 0,8%  |
| Marża EBITDA                  | 18,7%  | 17,5%  | 18,6%  | 19,1%  | 18,8%  | 18,8%  | 18,9%  | 18,9%  | 19,0%  | 19,1% |
| Marża EBIT                    | 13,4%  | 12,1%  | 13,3%  | 13,9%  | 13,5%  | 13,4%  | 13,5%  | 13,6%  | 13,7%  | 13,7% |
| Marża NOPLAT                  | 12,5%  | 10,9%  | 12,0%  | 12,5%  | 12,2%  | 12,1%  | 12,2%  | 12,3%  | 12,3%  | 12,4% |
| CAPEX / Przychody             | 12,1%  | 18,6%  | 8,0%   | 5,4%   | 5,4%   | 5,4%   | 5,3%   | 5,3%   | 5,3%   | 5,3%  |
| CAPEX / Amortyzacja           | 231,8% | 343,8% | 150,8% | 103,0% | 101,5% | 100,4% | 100,3% | 100,3% | 100,1% | 99,8% |
| Zmiana KO / Przychody         | 2,4%   | 0,2%   | 0,3%   | 0,1%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%  |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 47,5%  | 3,8%   | 3,8%   | 3,8%   | 3,8%   | 3,8%   | 3,8%   | 3,8%   | 3,8%   | 3,8%  |

Źródło: BDM S.A. \*- uwzględnia wypłatę dywidendy z zysku za 2015 w kwocie 89 mln PLN.

#### Kalkulacja WACC

|                                        | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Stopa wolna od ryzyka                  | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% |
| Premia za ryzyko                       | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
| Beta                                   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |
| Premia kredytowa                       | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  |
| Koszt kapitału własnego                | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  |
| Udział kapitału własnego               | 68,5% | 65,4% | 66,3% | 66,7% | 66,6% | 66,5% | 66,6% | 66,7% | 66,7% | 66,8% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 5,1%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
| Udział kapitału obcego                 | 31,5% | 34,6% | 33,7% | 33,3% | 33,4% | 33,5% | 33,4% | 33,3% | 33,3% | 33,2% |
| WACC                                   | 7,8%  | 7,6%  | 7,6%  | 7,7%  | 7,6%  | 7,6%  | 7,6%  | 7,7%  | 7,7%  | 7,7%  |

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

|      |     | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       |      |      |       |       |       |       |
|------|-----|-------------------------------------------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| beta |     | -3,0%                                     | -2,0% | -1,0% | 0,0% | 1,0% | 2,0%  | 3,0%  | 4,0%  | 5,0%  |
|      | 0,7 | 65,3                                      | 70,8  | 77,6  | 86,6 | 98,6 | 115,9 | 142,7 | 189,5 | 293,2 |
|      | 0,8 | 61,9                                      | 66,8  | 72,9  | 80,9 | 91,4 | 106,2 | 128,5 | 165,6 | 240,1 |
|      | 0,9 | 58,6                                      | 63,1  | 68,6  | 75,7 | 85,0 | 97,8  | 116,5 | 146,5 | 202,3 |
|      | 1,0 | 55,6                                      | 59,6  | 64,7  | 71,0 | 79,2 | 90,3  | 106,2 | 130,8 | 174,0 |
|      | 1,1 | 52,7                                      | 56,5  | 61,0  | 66,7 | 73,9 | 83,7  | 97,3  | 117,8 | 151,9 |
|      | 1,2 | 50,1                                      | 53,5  | 57,6  | 62,7 | 69,2 | 77,8  | 89,5  | 106,8 | 134,4 |
|      | 1,3 | 47,6                                      | 50,7  | 54,4  | 59,0 | 64,9 | 72,4  | 82,7  | 97,3  | 120,0 |

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

|                  |      | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       |      |       |       |       |       |       |
|------------------|------|-------------------------------------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Premia za ryzyko |      | -3,0%                                     | -2,0% | -1,0% | 0,0% | 1,0%  | 2,0%  | 3,0%  | 4,0%  | 5,0%  |
|                  | 3,0% | 69,1                                      | 75,1  | 82,8  | 92,9 | 106,8 | 127,1 | 159,7 | 220,4 | 373,1 |
|                  | 4,0% | 61,9                                      | 66,8  | 72,9  | 80,9 | 91,4  | 106,2 | 128,5 | 165,6 | 240,1 |
|                  | 5,0% | 55,6                                      | 59,6  | 64,7  | 71,0 | 79,2  | 90,3  | 106,2 | 130,8 | 174,0 |
|                  | 6,0% | 50,1                                      | 53,5  | 57,6  | 62,7 | 69,2  | 77,8  | 89,5  | 106,8 | 134,4 |
|                  | 7,0% | 45,2                                      | 48,1  | 51,5  | 55,7 | 60,9  | 67,6  | 76,6  | 89,1  | 108,0 |
|                  | 8,0% | 40,9                                      | 43,3  | 46,2  | 49,6 | 53,9  | 59,2  | 66,2  | 75,6  | 89,1  |
|                  | 9,0% | 37,0                                      | 39,1  | 41,5  | 44,4 | 47,9  | 52,2  | 57,7  | 65,0  | 75,0  |

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

|                  |      | Beta  |       |       |       |       |      |      |      |      |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| Premia za ryzyko |      | 0,7   | 0,8   | 0,9   | 1,0   | 1,1   | 1,2  | 1,3  | 1,4  | 1,5  |
|                  | 3,0% | 124,3 | 118,0 | 112,1 | 106,8 | 101,8 | 97,1 | 92,8 | 88,8 | 85,0 |
|                  | 4,0% | 110,3 | 103,4 | 97,1  | 91,4  | 86,2  | 81,4 | 77,0 | 73,0 | 69,2 |
|                  | 5,0% | 98,6  | 91,4  | 85,0  | 79,2  | 73,9  | 69,2 | 64,9 | 60,9 | 57,2 |
|                  | 6,0% | 88,8  | 81,4  | 75,0  | 69,2  | 64,0  | 59,4 | 55,2 | 51,4 | 47,9 |
|                  | 7,0% | 80,3  | 73,0  | 66,5  | 60,9  | 55,9  | 51,4 | 47,3 | 43,7 | 40,3 |
|                  | 8,0% | 73,0  | 65,7  | 59,4  | 53,9  | 49,0  | 44,7 | 40,8 | 37,3 | 34,2 |
|                  | 9,0% | 66,5  | 59,4  | 53,2  | 47,9  | 43,2  | 39,0 | 35,3 | 32,0 | 29,0 |

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 do wybranych zagranicznych i polskich spółek chemicznych. Z uwagi na trudności w doborze porównywalnych spółek zdecydowaliśmy się ją podzielić na dwie części. Spółki zagraniczne stanowią konkurencję dla PCC Rokita w obszarze alkaliów/polioli, aczkolwiek o ograniczonej ekspozycji na te segmenty. Krajowe spółki chemiczne nie stanowią dla PCC Rokita konkurencji. Działalność Grupy Azoty, Puław i Polic koncentruje się w obszarze nawozowym. Z kolei Synthos prowadzi działalność głównie w segmencie kauczuków i styrenopochodnych. Zbliżony profil działalności (alkalia, poliuretany) prezentuje Ciech, aczkolwiek soda kalcynowana nie stanowi konkurencji dla sody kaustycznej produkowanej w PCC Rokita. Są to produkty jedynie w niewielkim obszarze zastosowań substytucyjne. Spółka zależna Ciech Pianki produkuje pianki PUR, dla których dostawcą polioli jest PCC Rokita.

Wycena porównawcza jest średnią wycen dla zagranicznych i polskich podmiotów z branży chemicznej. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 40% z uwagi na ponadprzeciętną stopę dywidendy w PCC Rokita. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 28 lutego 2017 roku.

Porównując wyniki PCC Rokita ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,5 mld PLN, co odpowiada 76,3 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 66,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) PCC Rokita handlowana jest z dyskontem względem mnożnika P/E i z premią wobec EV/EBITDA na 2017-2018. Niemniej premia ta znajduje uzasadnienie w związku z wypłatą hojnych dywidend (DY ok. 9%- najwyższe w branży), bowiem gdyby spółka nie dzieliła się zyskiem, mogłaby w mniejszym stopniu korzystać z długu.

### Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

|                             | P/E    |              |        | EV/EBITDA |             |       | EV/EBIT |             |       |
|-----------------------------|--------|--------------|--------|-----------|-------------|-------|---------|-------------|-------|
|                             | 2016P  | 2017P        | 2018P  | 2016P     | 2017P       | 2018P | 2016P   | 2017P       | 2018P |
| BASF                        | 19,9   | 16,4         | 15,2   | 8,9       | 8,4         | 7,8   | 14,8    | 13,2        | 12,0  |
| COVESTRO*                   | 18,0   | 16,2         | 16,3   | 11,6      | 7,3         | 7,1   | 24,3    | 10,8        | 10,5  |
| DOW CHEMICAL                | 17,9   | 15,5         | 14,3   | 12,1      | 8,4         | 7,7   | 19,5    | 12,1        | 11,1  |
| EVONIK INDUSTRIES           | 16,6   | 16,0         | 14,5   | 6,8       | 7,5         | 7,1   | 10,4    | 11,6        | 10,8  |
| SOLVAY                      | 18,8   | 13,5         | 12,5   | 7,4       | 6,3         | 6,3   | 18,4    | 10,1        | 9,6   |
| HUNTSMAN                    | 16,1   | 12,1         | 10,7   | 8,4       | 7,3         | 6,7   | 14,0    | 11,5        | 10,3  |
| Mediana                     | 17,9   | 15,5         | 14,5   | 8,4       | 7,3         | 7,1   | 14,8    | 11,5        | 10,5  |
| PCC ROKITA                  | 10,2   | 11,2         | 9,3    | 7,9       | 8,7         | 7,5   | 11,0    | 12,6        | 10,5  |
| Premia/dyskonto do spółki   | -42,7% | -27,6%       | -35,8% | -5,7%     | 19,3%       | 6,5%  | -25,8%  | 9,4%        | 0,6%  |
| Wycena wg wskaźnika         | 115,2  | 91,2         | 102,8  | 70,9      | 51,4        | 60,4  | 94,5    | 58,2        | 65,5  |
| Waga roku                   | 33,3%  | 33,3%        | 33,3%  | 33,3%     | 33,3%       | 33,3% | 33,3%   | 33,3%       | 33,3% |
| <b>Wycena wg wskaźników</b> |        | <b>103,1</b> |        |           | <b>60,9</b> |       |         | <b>72,7</b> |       |
| Waga wskaźnika              |        | 33,3%        |        |           | 33,3%       |       |         | 33,3%       |       |
| Premia / dyskonto           |        |              |        |           |             |       |         |             |       |
| <b>Wycena 1 akcji [PLN]</b> |        | <b>78,9</b>  |        |           |             |       |         |             |       |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 28.02.2017. \* -spółka wydzielona z Bayer. BASF, Covestro, Dow Chemical, Solvay i Huntsman podały już wyniki za 2016 rok.

### Wycena porównawcza do spółek polskich

|                             | P/E    |             |        | EV/EBITDA |             |       | EV/EBIT |             |       |
|-----------------------------|--------|-------------|--------|-----------|-------------|-------|---------|-------------|-------|
|                             | 2016P  | 2017P       | 2018P  | 2016P     | 2017P       | 2018P | 2016P   | 2017P       | 2018P |
| CIECH                       | 7,5    | 10,1        | 11,1   | 6,0       | 6,6         | 6,9   | 8,0     | 9,5         | 10,3  |
| GRUPA AZOTY                 | 18,1   | 26,7        | 15,9   | 6,8       | 8,3         | 6,5   | 13,6    | 20,1        | 12,4  |
| ZA PUŁAWY                   | 11,5   | 14,7        | 14,5   | 5,4       | 6,6         | 6,4   | 8,2     | 10,9        | 10,9  |
| ZCH POLICE                  | 13,8   | 20,4        | 11,9   | 7,1       | 10,4        | 7,4   | 15,1    | 19,8        | 11,4  |
| SYNTHOS                     | 27,9   | 10,0        | 14,0   | 13,7      | 8,4         | 10,3  | 19,7    | 10,2        | 13,6  |
| Mediana                     | 13,8   | 14,7        | 14,0   | 6,8       | 8,3         | 6,9   | 13,6    | 10,9        | 11,4  |
| PCC ROKITA                  | 10,2   | 11,2        | 9,3    | 7,9       | 8,7         | 7,5   | 11,0    | 12,6        | 10,5  |
| Premia/dyskonto do spółki   | -25,7% | -23,9%      | -33,5% | 16,7%     | 4,7%        | 9,1%  | -19,3%  | 15,6%       | -8,0% |
| Wycena wg wskaźnika         | 88,8   | 86,7        | 99,2   | 54,3      | 61,9        | 58,4  | 85,6    | 53,8        | 73,9  |
| Waga roku                   | 33,3%  | 33,3%       | 33,3%  | 33,3%     | 33,3%       | 33,3% | 33,3%   | 33,3%       | 33,3% |
| <b>Wycena wg wskaźników</b> |        | <b>91,6</b> |        |           | <b>58,2</b> |       |         | <b>71,1</b> |       |
| Waga wskaźnika              |        | 33,3%       |        |           | 33,3%       |       |         | 33,3%       |       |
| Premia / dyskonto           |        |             |        |           |             |       |         |             |       |
| <b>Wycena 1 akcji [PLN]</b> |        | <b>73,6</b> |        |           |             |       |         |             |       |

Źródło: BDM S.A., wg cen z 28.02.2017.

## PROGNOZY NA 4Q'16 I PERSPEKTYWY 2017 ROKU

Okres 4Q to sezonowo najlepszy kwartał w roku jeśli chodzi o alkalię. Choć baza nie jest niska to oczekujemy ok. 3% r/r wzrostu wolumenu sprzedaży (pełne obciążenie nowej elektrolizy) przy wyższych o 4-5% r/r cenach sody kaustycznej i korzystnym USD/PLN (+4,3% r/r). Baza wynikowa jest jednak wysoka (rekordowa EBITDA segmentu w 4Q'15 przez nadwyżkową sprzedaż chloru) i może być ciężko ją poprawić. Oczekujemy więc porównywalnych wyników segmentu (ok. 26 mln PLN EBITDA). Również w polioliach 4Q z reguły jest mocny pod względem wolumenów sprzedaży, ale baza wynikowa nie jest niska. W okresie 4Q'15/1Q'16 spółka korzystała z niższych cen propylenu przy wyższych notowaniach polioli. Obecnie propylen jest droższy i ubiegłoroczny wynik ciężko będzie poprawić. Generalnie w otoczeniu rosnących cen ropy naftowej marże segmentu polioli mogą być pod presją. Z drugiej strony lepiej powinien sobie radzić segment alkaliów (ujemna korelacja z produktami ropopochodnymi). Wskazujemy ponadto, że 2017 rok jest ostatnim w Europie z fabrykami opartymi o elektrolizę rtęciową. To ok. 20% rynku (5% globalnie). Prawdopodobnie tylko część (szacujemy ok. 1 mln ton, ok. 43%) przejdzie konwersję. Spółka od 2Q'15 roku w pełni opiera swoją produkcję na nowoczesnej elektrolizie membranowej. W tym przypadku nasze prognozy mogą być więc konserwatywne.

### Prognozy wyników na 4Q'2016 [mln PLN]

|                                 | 4Q'15 | 4Q'16P | zmiana r/r | 2015    | 2016P   | zmiana r/r | 2017P   | zmiana r/r | 2018P   | zmiana r/r |
|---------------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody                       | 269,9 | 290,2  | 7,5%       | 1 048,7 | 1 104,7 | 5,3%       | 1 172,9 | 6,2%       | 1 287,9 | 9,8%       |
| Wynik brutto na sprzedaży       | 73,4  | 76,8   | 4,6%       | 226,3   | 289,1   | 27,8%      | 301,5   | 4,3%       | 343,1   | 13,8%      |
| EBITDA                          | 59,0  | 52,5   | -11,0%     | 153,1   | 206,2   | 34,7%      | 205,6   | -0,3%      | 239,9   | 16,7%      |
| EBITDA adj.                     | 55,4  | 52,5   | -5,3%      | 149,5   | 200,8   | 34,4%      | 205,6   | 2,4%       | 239,9   | 16,7%      |
| EBIT                            | 43,9  | 38,5   | -12,3%     | 101,3   | 148,4   | 46,5%      | 142,2   | -4,2%      | 171,7   | 20,7%      |
| Zysk brutto                     | 41,5  | 35,9   | -13,4%     | 91,3    | 137,5   | 50,7%      | 129,8   | -5,6%      | 156,5   | 20,6%      |
| Zysk netto                      | 39,7  | 32,3   | -18,5%     | 84,8    | 128,1   | 51,2%      | 116,8   | -8,8%      | 140,9   | 20,6%      |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 27,2% | 26,5%  |            | 21,6%   | 26,2%   |            | 25,7%   |            | 26,6%   |            |
| Marża EBITDA adj.               | 20,5% | 18,1%  |            | 14,3%   | 18,2%   |            | 17,5%   |            | 18,6%   |            |
| Marża EBIT                      | 16,3% | 13,3%  |            | 9,7%    | 13,4%   |            | 12,1%   |            | 13,3%   |            |
| Marża zysku netto               | 14,7% | 11,1%  |            | 8,1%    | 11,6%   |            | 10,0%   |            | 10,9%   |            |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W 2017 roku oczekujemy porównywalnych wyników r/r. Wolumen sprzedaży, który w 2015-2016 roku był głównym czynnikiem poprawy wyników, przestanie odgrywać większą rolę. Zakładamy lepszy wynik w alkaliach (+20 mln PLN EBITDA) głównie dzięki wyższym cenom ługu sodowego/sody kaustycznej i słabszy w polioliach przez wzrost kosztów propylenu (konserwatywne podejście). Słabszy wynik netto wynika ze wzrostu zadłużenia i kosztów finansowych. Moce produkcyjne w alkaliach i polioliach wzrosną efektywnie od 2018 roku.

### Perspektywy na 2017 rok [mln PLN]

|                          | 1Q'15 | 2Q'15 | 3Q'15 | 4Q'15 | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16P | 1Q'17P | 2Q'17P | 3Q'17P | 4Q'17P | 2 015   | 2016P   | 2017P   |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Przychody                | 253,8 | 247,1 | 277,9 | 269,9 | 281,6 | 267,4 | 265,4 | 290,2  | 280,1  | 291,7  | 289,5  | 311,6  | 1 048,7 | 1 104,7 | 1 172,9 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 44,2  | 47,8  | 60,9  | 73,4  | 73,5  | 76,5  | 62,3  | 76,8   | 77,4   | 69,6   | 71,0   | 83,6   | 226,3   | 289,1   | 301,5   |
| EBITDA                   | 22,9  | 30,0  | 41,2  | 59,0  | 52,0  | 54,2  | 47,5  | 52,5   | 53,3   | 45,9   | 47,7   | 58,7   | 153,1   | 206,2   | 205,6   |
| Alkalia                  | -7,7  | 5,1   | 14,9  | 26,5  | 23,3  | 23,0  | 16,8  | 25,5   | 28,0   | 25,4   | 26,4   | 29,4   | 38,9    | 88,6    | 109,2   |
| Poliolie                 | 23,3  | 13,8  | 11,0  | 12,7  | 18,2  | 14,6  | 9,7   | 12,6   | 10,0   | 10,3   | 11,0   | 12,3   | 60,8    | 55,2    | 43,6    |
| Fosforowe                | -0,1  | 2,0   | 2,3   | 1,7   | 0,9   | 0,6   | 1,8   | 1,6    | 0,6    | 1,9    | 1,9    | 1,6    | 5,8     | 4,9     | 6,0     |
| Energia                  | 6,9   | 5,7   | 5,6   | 6,2   | 8,5   | 8,0   | 4,1   | 10,1   | 8,8    | 4,6    | 4,4    | 10,2   | 24,3    | 30,8    | 28,1    |
| Zarządzanie              | 0,2   | 1,9   | 3,4   | 9,2   | -0,3  | 3,2   | 7,4   | 3,2    | 4,5    | 2,3    | 2,6    | 3,8    | 14,7    | 13,4    | 13,1    |
| Pozostałe                | 0,2   | 1,4   | 4,1   | 2,7   | 1,4   | 4,8   | 7,6   | -0,5   | 1,4    | 1,4    | 1,4    | 1,4    | 8,5     | 13,3    | 5,6     |
| EBIT                     | 10,9  | 17,9  | 28,6  | 43,9  | 37,5  | 39,6  | 32,7  | 38,5   | 37,5   | 30,0   | 31,9   | 42,8   | 101,3   | 148,4   | 142,2   |
| Zysk brutto              | 7,1   | 15,9  | 26,7  | 41,5  | 32,3  | 37,0  | 32,3  | 35,9   | 34,4   | 26,9   | 28,7   | 39,7   | 91,3    | 137,5   | 129,8   |
| Zysk netto               | 4,9   | 14,2  | 25,9  | 39,7  | 29,7  | 35,6  | 30,5  | 32,3   | 30,9   | 24,2   | 25,9   | 35,8   | 84,8    | 128,1   | 116,8   |
| Marża zysku brutto       | 17,4% | 19,3% | 21,9% | 27,2% | 26,1% | 28,6% | 23,5% | 26,5%  | 27,6%  | 23,9%  | 24,5%  | 26,8%  | 21,6%   | 26,2%   | 25,7%   |
| Marża EBITDA             | 9,0%  | 12,1% | 14,8% | 21,9% | 18,5% | 20,3% | 17,9% | 18,1%  | 19,0%  | 15,7%  | 16,5%  | 18,8%  | 14,6%   | 18,7%   | 17,5%   |
| Alkalia                  | -8,2% | 4,9%  | 10,9% | 19,4% | 16,3% | 15,1% | 11,2% | 13,5%  | 18,1%  | 14,6%  | 15,5%  | 13,9%  | 8,2%    | 14,0%   | 15,4%   |
| Poliolie                 | 15,6% | 9,7%  | 7,3%  | 9,3%  | 13,3% | 11,0% | 7,1%  | 9,1%   | 6,7%   | 6,7%   | 7,1%   | 8,3%   | 10,5%   | 10,1%   | 7,2%    |
| Fosforowe                | -0,4% | 7,6%  | 8,9%  | 7,5%  | 4,1%  | 2,3%  | 7,0%  | 6,9%   | 2,8%   | 7,1%   | 7,1%   | 6,9%   | 6,1%    | 5,0%    | 6,1%    |
| Energia                  | 32,8% | 30,2% | 30,1% | 24,3% | 30,0% | 43,4% | 23,1% | 37,1%  | 33,8%  | 24,2%  | 23,7%  | 36,8%  | 29,0%   | 33,4%   | 30,6%   |
| Zarządzanie              | 1,2%  | 9,2%  | 15,7% | 40,3% | -1,3% | 15,2% | 34,5% | 13,9%  | 18,9%  | 10,8%  | 12,0%  | 16,5%  | 17,3%   | 15,1%   | 14,7%   |
| Marża EBIT               | 4,3%  | 7,3%  | 10,3% | 16,3% | 13,3% | 14,8% | 12,3% | 13,3%  | 13,4%  | 10,3%  | 11,0%  | 13,7%  | 9,7%    | 13,4%   | 12,1%   |
| Marża netto              | 1,9%  | 5,8%  | 9,3%  | 14,7% | 10,6% | 13,3% | 11,5% | 11,1%  | 11,0%  | 8,3%   | 8,9%   | 11,5%  | 8,1%    | 11,6%   | 10,0%   |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## OTOCZENIE RYNKOWE

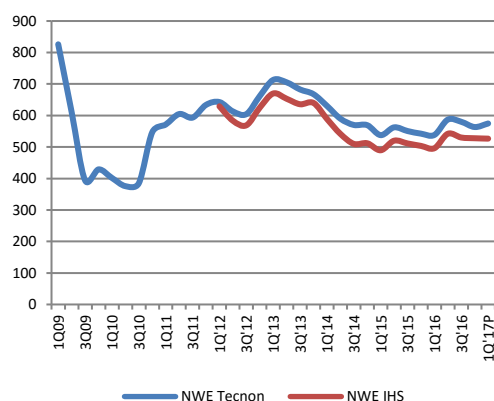
Otoczenie biznesowe dla spółki jest lepsze w ostatnich kwartałach w alkaliach niż w poliolach, chociaż w obydwóch segmentach popyt jest bardzo dobry, a spółka nie miała problemów z plasowaniem wolumenów sprzedaży i w pełni wykorzystywała zdolności produkcyjne.

### Alkalia

Otoczenie w alkaliach jest bardzo dobre w ostatnich kwartałach gł. z uwagi na spadek podaży produktu w Europie. Przez postoje remontowe głównych producentów spadła produkcja chloru, przez co zapasy sody kaustycznej są najniższe od momentu monitorowania przez nas danych (na koniec grudnia'16). W 1Q'17 ceny sody rosły o ok. 6% r/r (+10% r/r w EUR). Zwracamy uwagę, że 2017 rok jest ostatnim okresem funkcjonowania w Europie elektrolizy na starej technologii rtęciowej (ok. 20% mocy). Nie wszyscy producenci podjęli decyzję o konwersji, więc część mocy wypadnie z rynku w 2018 roku. W bieżącym roku możliwe są kolejne, nieplanowane postoje w związku z tym.

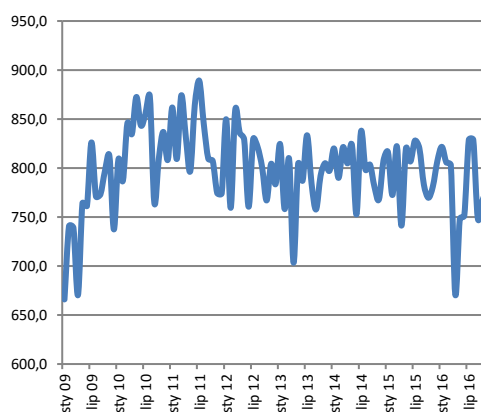
Marży pomaga niższe zużycie energii elektrycznej (efekt zmiany technologii z rtęciowej na membranową w 1Q/2Q'15) przy stabilnych cenach energii i korzystny kurs USD/PLN. Głównym czynnikiem kosztowym jest energia elektryczna stanowiąca ok. 25% kosztów produkcji segmentu. Na 2017 roku spółka ma zabezpieczony cały wolumen e.e. po zbliżonych cenach do 2016 roku. Wzrostów oczekujemy od 2018 roku (średniorocznie ok. 2% r/r).

Ceny sody kaustycznej [USD/t]



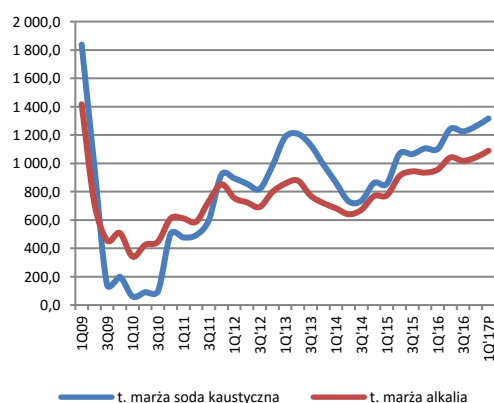
Źródło: DM BDM, Bloomberg

Produkcja chloru w Europie [tys. ton]



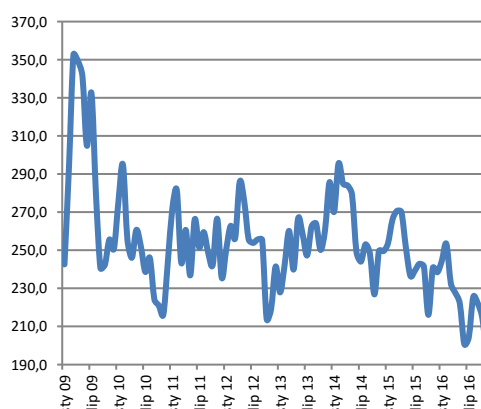
Źródło: DM BDM, Eurochlor

Teoretyczne marże na s. kaustycznej i alkaliach [PLN/t]



Źródło: DM BDM, Bloomberg, szacunki własne

Zapasy sody kaustycznej w Europie [tys. ton]



Źródło: DM BDM, Eurochlor

### Koniec elektrolizy rtęciowej w Europie od 2018 roku

Koniec elektrolizy rtęciowej w Europie zbliża się wielkimi krokami. Przez wymagające przepisy środowiskowe technologia ta ma zostać wycofana z rynku do końca 2017 roku (Dyrektywa o Emisjach Przemysłowych z 2013 roku nakazuje korzystanie z najlepszych technologii- BAT). Na koniec 2015 roku było to jeszcze ok. 20% europejskich mocy produkcyjnych (5% globalnych). Nie wszystkie instalacje przejdą konwersję na nowoczesną technologię membranową. Od 1/2Q'15 cała produkcja w Rokicie oparta jest na technologii membranowej.

W 2016 roku produkcja chloru w Europie wyniosła 9,37 mln ton i była niższa o 2% r/r (ponad 10% mniej niż w szczycie w 2007 roku). Średnie wykorzystanie mocy kształtowało się na poziomie ok. 80%.

### Planowane konwersje elektrolizy Hg na membranową

| Firma                   | Fabryka       | Zdolności 2015* |
|-------------------------|---------------|-----------------|
| Vynova                  | Tessenderlo   | 205             |
| Inovyn                  | Zandvliet     | 110             |
| Inovyn                  | Martorell     | 218             |
| Inovyn                  | Stenungsund   | 120             |
| Spolchemie              | Usti          | 61              |
| Kem One                 | Lavera        | 164             |
| PC Loos                 | Loos          | 18              |
| Borsodchem              | Kazincbarcika | 131             |
| <b>RAZEM</b>            |               | <b>1 027</b>    |
| % elektrolizy rtęciowej |               | <b>42,7%</b>    |
| % rynku do zamknięcia   |               | <b>11,5%</b>    |

Źródło: BDM S.A. Eurochlor, JPM. \*- zdolności w tys. ton

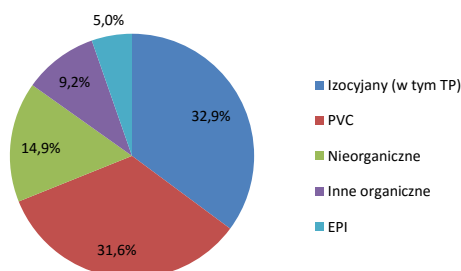
Z ok. 12 mln ton mocy produkcyjnych chloru w Europie ok. 20% (2,4 mln ton) wciąż pracuje na starej technologii rtęciowej, która wg Dyrektywy o Emisjach Przemysłowych z 2013 roku, ma być zakazana w Europie z końcem 2017 roku. Tylko część fabryk (ok. 1 mln ton, 43%), wg dostępnych publicznie informacji, ma przejść konwersję na elektrolizę membranową. W rezultacie ok 1,4 mln ton mocy (ok. 12%) zostanie zamkniętych, co powinno zdecydowanie poprawić bilans popyt-podaż i przyczynić się do podwyżki cen chloru/sody/lugu w 2018 roku, czego konserwatywnie nie zakładamy.

### Porównanie technologii produkcji chloru

|                           | rtęciowa | przeponowa | membranowa    |
|---------------------------|----------|------------|---------------|
| Udział mocy EU 2015*      | 20%      | 16,0%      | 64%           |
| Udział w produkcji Rokity |          |            | 100,0%        |
| Zużycie surowców          |          |            |               |
| sól kg                    |          | 1750       |               |
| woda m3                   |          | 1-2,8      |               |
| para kWh/t                |          | 610        | 180           |
| energia kWh/t             | 3560     | 2970       | 2790          |
| rtęć g/t                  | 2,6-10,8 |            |               |
| azbest kg/t               |          | 0,1-0,3    |               |
| Jakość ługu               | niska    | wysoka     | bardzo wysoka |
| Stężenie ługu             | 50%      | 12%        | 33%           |
| Uciążliwość środowiskowa  | wysoka   | średnia    | niska         |

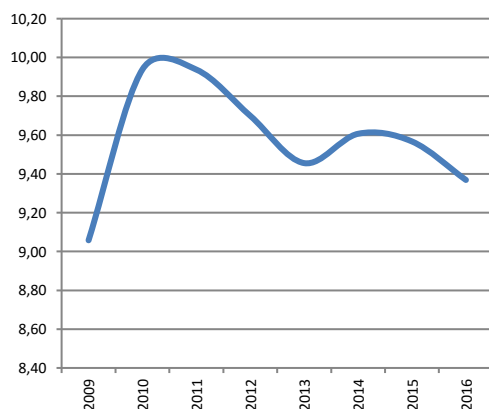
Źródło: BDM S.A. BAT chloro-alkalia, MŚ 2005 rok. \*-dane Eurochlor

### Zastosowanie chloru w Europie (2015)



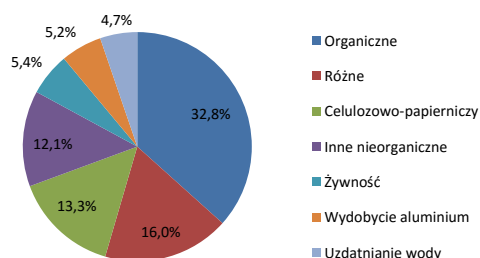
Źródło: BDM S.A. Eurochlor. TP- tlenek propylenu

### Produkcja chloru w Europie [mln ton]



Źródło: BDM S.A. Eurochlor

### Zastosowanie sody kaustycznej w Europie (2015)

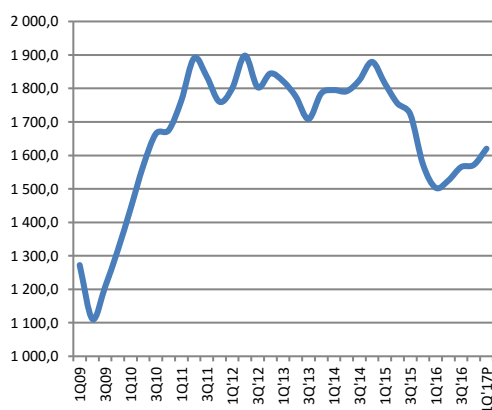


Źródło: BDM S.A. Eurochlor

## Poliole

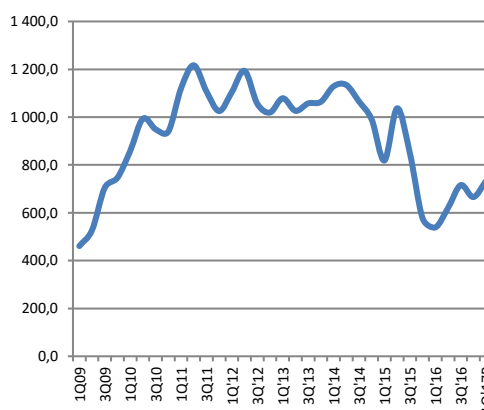
Otoczenie biznesowe w polioliach było bardzo dobre w 4Q'14/1Q'15, co pomogło zniwelować utratę marży w alkaliach przez postój technologiczny na elektrolizie. Wiązało się to ze spadkiem produkcji polioli po awarii w Shell. Obecnie teoretyczne marże na produkcji przez wyższe ceny propylenu spadły do historycznie średnich poziomów. W kolejnych kwartałach oczekujemy presji na ceny propylenu przez rosnące ceny ropy naftowej. Dodatkowo wzrosty cen TDI (związane gł. z zaburzeniami podaży po awarii w BASF), kluczowego komponentu w produkcji pianek PUR, gdzie wykorzystywane są poliole, mogą spowolnić popyt na tym rynku. Obecnie spółka w pełni wykorzystuje moce produkcyjne i podjęła decyzję o ich rozbudowie (+25% efektywnie od 2018 roku).

Ceny polioli [EUR/t]



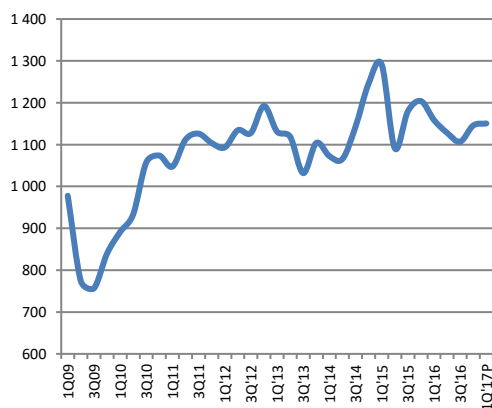
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Ceny propylenu [EUR/t]



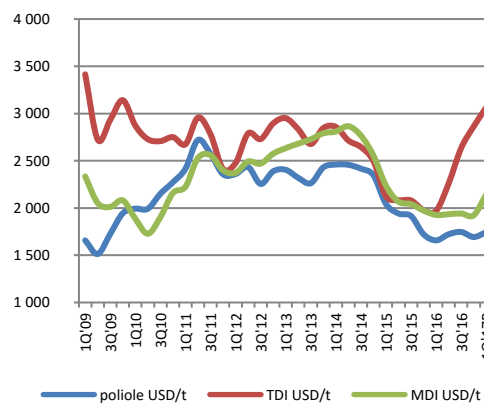
Źródło: DM BDM, Bloomberg

Marża polioli-0,64\*propylen [EUR/t]



Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Ceny polioli, TDI i MDI [USD/t]



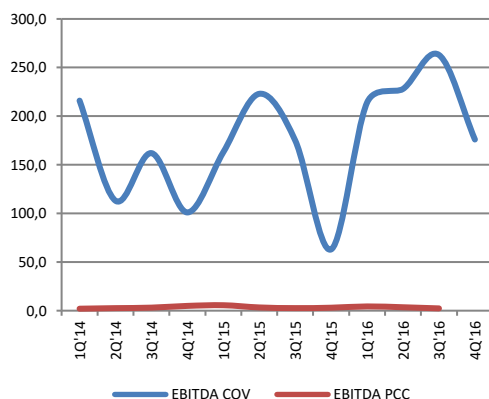
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

### Wyniki konkurenta Covestro za 4Q'16

Wyniki za 4Q'16 opublikował już niemiecki konkurent Covestro (spółka działająca w segmencie poliuretanowym wydzielona z Bayer). Przychody grupy wzrosły o 8% r/r a oczyszczona EBITDA o 52% r/r (marża 12,9%). Najmocniej do wyników grupy kontrybuował segment poliuretanowy (PUR). Tam sprzedaż wzrosła o 11% r/r (wolumeny +2,5% r/r), a oczyszczona EBITDA prawie się potroiła (z 63 do 176 mln EUR). Marża ukształtowała się na poziomie 11,4%, czyli tyle co średnia w okresie 2014-2016. W Rokicie spodziewamy się marży <10% (średnia w 2014-3Q'16 9,7% r/r), co pozwala nam z optymizmem wyczekać raportu kwartalnego. W dłużym okresie, po inwestycjach w poliole poliestrowe, sytemy PUR i poliole polieterowe i przy większej specjalizacji (PCC liderem w VISCO) spodziewamy się marż tego segmentu w wysokości przynajmniej 12-13%.

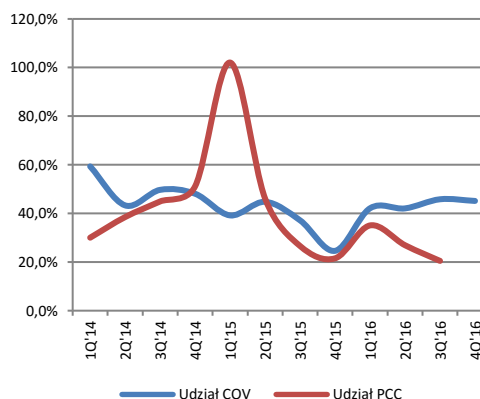
W prezentacji wynikowej Covestro wskazuje na duży wzrost wolumenów sprzedaży PUR (+7,7% r/r w '16) głównie w obszarze MDI (do pianek sztywnych). Spółka wskazuje na wzrost wykorzystania mocy w branży i większy popyt (MDI 7-8%, TDI 3-4%, poliole 5-6%). W 2017 roku spółka spodziewa się wzrostu wolumenów i EBITDA szczególnie w 1Q'17 (znacznie powyżej 1Q'16). Spółka informuje, że zaczęła zmniejszać zużycie tlenu propylenu kosztem dwutlenku węgla w procesie produkcyjnym polioli (20% mniej TP- proces Cardione). Covestro wskazuje na Azję, jako dalszy kierunek rozwoju biznesu poliuretanowego.

EBITDA segmentu PUR\* Covestro i polioli PCC [mln EUR]



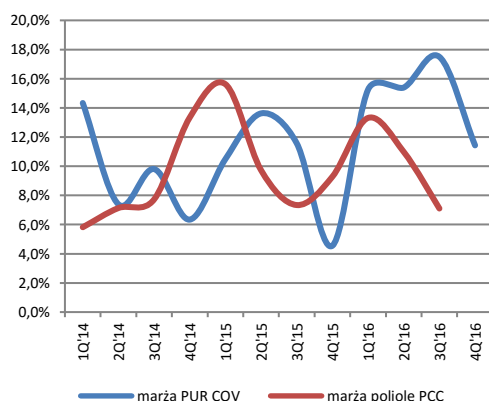
Źródło: DM BDM, PCC Rokita, Covestro. \*- obejmuje ok. 40% polioli, 40% MDI i 20% TDI (udziały w sprzedaży)

Udział segmentu PUR\* w EBITDA COV i PCC



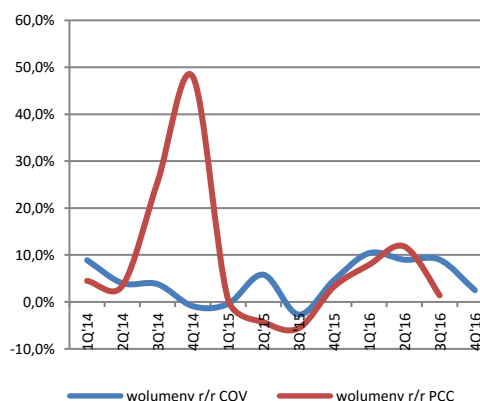
Źródło: DM BDM, PCC Rokita, Covestro. \*- obejmuje ok. 40% polioli, 40% MDI i 20% TDI (udziały w sprzedaży)

Porównanie marż EBITDA w PUR\* Covestro (COV) i PCC



Źródło: DM BDM, PCC Rokita, Covestro. \*- obejmuje ok. 40% polioli, 40% MDI i 20% TDI (udziały w sprzedaży)

Dynamika wolumenu sprzedaży PUR Covestro (COV) i PCC



Źródło: DM BDM, PCC Rokita, Covestro. PUR w COV obejmuje ok. 40% polioli, 40% MDI i 20% TDI (udziały w sprzedaży)



## NAKŁADY INWESTYCYJNE

W latach 2009-2015 spółka wydała na inwestycje ok. 760 mln PLN (średnio 130 mln PLN rocznie), a inwestycje dotyczyły głównie elektrolizy membranowej (łącznie 2 etapy ok. 270 mln PLN), IV ciągu polioliowego (ok. 60 mln PLN) i rozbudowy mocy własnej instalacji tlenu propylenu (ok. 50 mln PLN). Plan na lata 2016-2018 zakłada ok. 440 mln PLN, gł. w obszarze polioliów (nowy ciąg, wzrost specjalizacji) i fosforopochodnych (nowa instalacja).

### CAPEX 2013-2015

W latach 2013-2015 spółka wydała na inwestycje 385 mln PLN, a wydatki koncentrowały się w obszarze alkaliów. Nowa elektroliza membranowa, oddana w 1/2Q'15 (II etap), kosztowała ok. 150 mln PLN i przyczyniła się do ok. 20 mln PLN oszczędności na kosztach energii i wzrostu mocy produkcyjnych o ok. 14% (łącznie efekty śmiało można oceniać na 30-40 mln PLN rocznie). Dzięki temu w 3Q'16 spółce przyznane zostały świadectwa energetyczne z URE (tzw. białe certyfikaty) o wartości ok. 40 mln PLN.

### CAPEX 2016-2018P

Spółka komunikowała w sprawozdaniu rocznym za 2015 rok CAPEX w wysokości ok. 440 mln PLN w latach 2016-2018. W swoich prognozach kalkulujemy ok 450 mln PLN (łącznie z nakładami odtworzeniowymi).

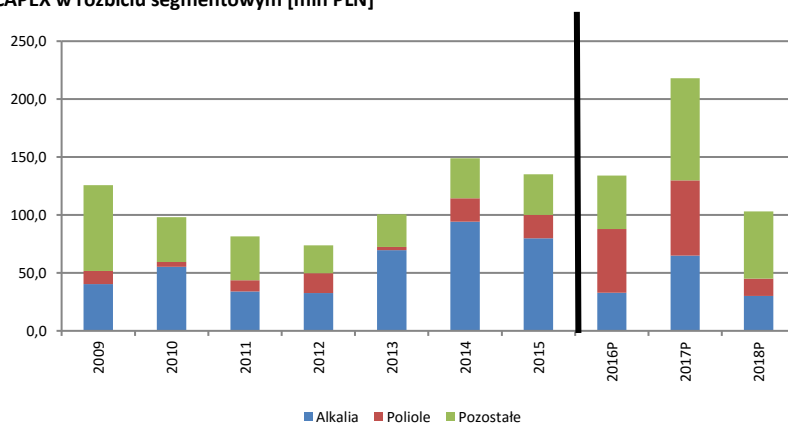
Kluczową inwestycją jest kolejny ciąg polioli polieterowych zwiększający moce produkcyjne o ok. 25%. Koszt inwestycji to blisko 60 mln PLN, a termin zakończenia to 2017/2018. W ostatnich kwartałach spółka zakończyła, bądź zakończy inwestycje w polioli poliestrowe (1Q'17), prepolimery (2Q'16) czy systemy PUR (1Q'17). Inwestycje o wartości 40-50 mln PLN mają na celu dalszy wzrost mocy produkcyjnych i specjalizacji. We wrześniu'16 spółka podpisała umowę kredytową z BGK na kwotę 77,5 mln PLN z przeznaczeniem na finansowanie i refinansowanie nakładów na instalacje polioliowe (łącznie z R&D).

W segmencie alkaliów główne wydatki skupiają się na optymalizacji pracy elektrolizy (6 elektrolizer od 2018 roku) i rozbudowie własnej instalacji tlenu propylenu z 45 do 50 tys. ton (efektywnie od 2018 roku). Nową inwestycją jest stacja skraplania chloru (pod kontrakt z MCAA).

W segmencie fosforowym spółka informowała o inwestycji rzędu 20-30 mln PLN. Szacujemy, że docelowo zwiększy ona przychody o ok. 40% i podwoi obecny wynik finansowy (efektywnie od 2018 roku).

W energetyce spółka cały czas dostosowuje kotły do nowych wymagań środowiskowych, co wymaga nakładów rzędu 10-20 mln PLN rocznie.

CAPEX w rozbiciu segmentowym [mln PLN]



W latach 2013-2015 spółka wydała na inwestycje 385 mln PLN, a wydatki koncentrowały się na dokończeniu inwestycji w elektrolizę. W latach 2016-2018 plan zakłada ok. 440 mln PLN, gł. w obszarze polioli.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

### Potencjalne nowe inwestycje po 2018 roku

W modelu zakładamy, że od 2019 roku CAPEX zbliży się do amortyzacji i będzie kształtował się na poziomie ok. 70 mln PLN. Jest to założenie konserwatywne, bo trudno sobie wyobrazić, aby spółka przestała inwestować w dalszy rozwój mocy produkcyjnych, szczególnie, że obecne zdolności w pełni wykorzystuje.

W latach 2009-2016 spółka wydała na inwestycje ponad 800 mln PLN przy skumulowanej amortyzacji ok. 380 mln PLN. Dzięki temu EBITDA grupy uległa więcej niż podwojeniu do ponad 200 mln PLN.

W planie do 2018 roku (raport roczny za 2015 rok) spółka określiła poziom nakładów na 440 mln PLN. Zakładamy, że jest to górna granica inwestycji.

W kolejnych latach spółka wskazuje na dalszy rozwój mocy produkcyjnych polioli. Obecnie jest w trakcie inwestycji w VI ciąg, który zwiększy zdolności efektywnie od 2018 roku o 30 tys. ton (w przeliczeniu na produkt standardowy). Łącznie z polioliami poliestrowymi (efektywnie od 1Q'17) moce w tym obszarze zwiększą się o 25% (w latach 2009-2016 moce polioli uległy podwojeniu). Spółka w raporcie wskazuje na dalszy rozwój mocy produkcyjnych o kolejne ciągi produkcyjne. Szacujemy, że 30 tys. ton polioli kosztuje 50-60 mln PLN.

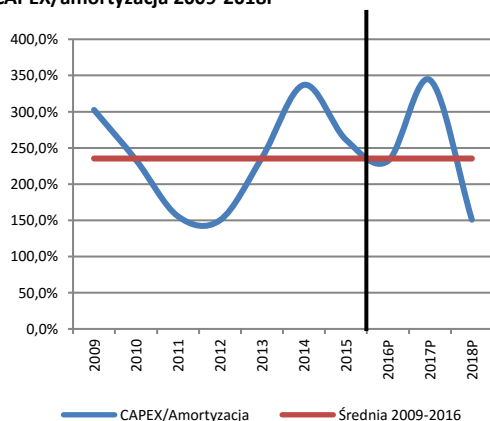
W segmencie alkaliów wydajność nowej elektrolizy membranowej to ok. 160 tys. ton ługu sodowego i spółka w pełni ją wykorzystuje. W trakcie inwestycji jest 6 elektrolizer, który efektywnie od 2018 roku powinien dać przynajmniej 10 tys. ton ługu sodowego. W latach 2009-2016 moce produkcyjne elektrolizy w przeliczeniu na ług sodowy wzrosły o 50%. Zdecydowanie obniżył się koszt produkcji (technologia membranowa vs rtęciowa poprzednio). Spółka, niewielkim kosztem, może dalej zwiększać moce w tym obszarze (wąskie gardło to zbyt na chlor, który jest produktem ubocznym elektrolizy).

Część ługu sodowego spółka zamienia na formę stałą (sodę kaustyczną), co umożliwia sprzedaż produktu na rynkach zamorskich. Obecna technologia produkcyjna jest przestarzała, a moce produkcyjne pozwalają na przerobienie ok. 40% ługu na sodę. W rezultacie możliwe są inwestycje w tym obszarze.

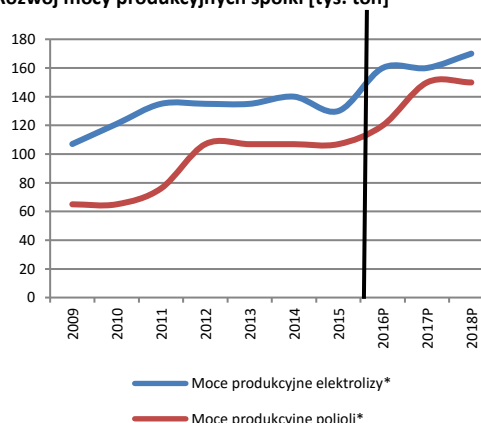
Własna instalacja tlenu propylenu, gdzie obecnie trwa rozbudowa mocy do 50 tys. ton, pokrywa ok. 70% zapotrzebowania. W rezultacie spółka może dalej zwiększać integrację pionową biznesu.

Po 2018 roku mogą pojawić się również nakłady inwestycyjne na projekty azjatyckie (Malezja). Wraz z inwestycjami organicznymi w Brzegu Dolnym inwestycje spółki po 2018 roku mogą znacząco przekroczyć amortyzację, tak jak to miało miejsce w latach 2009-2016. Niemniej dotychczas spółka pokazała, że potrafi prowadzić duże i efektywne projekty (ponad 100 mln PLN EBITDA z ok. 800 mln PLN nakładów), a inwestorzy nie powinni mieć obaw co do kolejnego programu inwestycyjnego.

CAPEX/amortyzacja 2009-2018P



Rozwój mocy produkcyjnych spółki [tys. ton]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka. \*- elektroliza w przeliczeniu na ług sodowy, polioli w przeliczeniu na standard

### Inwestycje w Azji

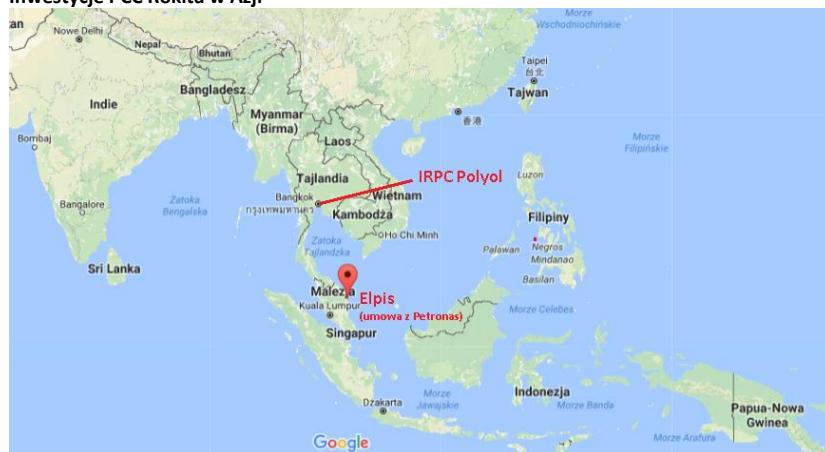
W marcu'16 spółka poinformowała o możliwości rozpoczęcia inwestycji w Tajlandii. Inwestycja ma polegać na kupnie spółki produkującej poliolię IRPC Polyol z siedzibą w Bangkoku. W grudniu'16, w pierwszym etapie transakcji za 25% udziałów spółka zapłaciła ok. 9,7 mln PLN zachowując opcje na zakup dodatkowych 25%. IRPC Polyol posiada ok. 20 tys. ton mocy produkcyjnych polioli i systemów poliuretanowych. Z uwagi na brak szczegółów i znikomy udział w kapitalizacji PCC Rokita nie uwzględniamy potencjalnego wpływu tej transakcji w naszych założeniach.

W lutym'17 spółka poinformowała o zawiązaniu podmiotu Elpis z PCC Exol (spółka z grupy PCC SE). Elpis podpisał ramowe porozumienie z Petronas dotyczące budowy instalacji oksyalkilatów w Kertih, Terengganu w Malezji. Finansowanie i działania operacyjne mają być prowadzone w Elpis. Surowiec (tlenek etylenu) ma dostarczyć Petronas (podpisana umowa ramowa). Dodatkowo Petronas ma prawo nabyć do 50% udziałów w Elpis w terminie 2 lat od rozpoczęcia produkcji.

Oksyalkilaty to nowoczesne środki powierzchniowo czynne wykorzystywane do produkcji środków czyszczących. Głównym surowcem w ich produkcji jest tlenek etylenu, który z uwagi na wybuchowe właściwości i restrykcje w transporcie jest bardzo trudno dostępny. Tlenek etylenu wykorzystywany jest również w produkcji wysokospecjalistycznych polioli (nawet do 70% formuły w polioliach typu VISCO).

Spółka nie podała więcej szczegółów nt. inwestycji w Malezji. Raport bieżący sugeruje, że jest to wstęp do dalszych rozmów o inwestycji (zabezpieczone dostawy tlenu etylenu z Petronas), więc ewentualne wydatki inwestycyjne pojawią się w kolejnych latach. Z pewnością budowa nowej fabryki wiąże się z inwestycjami rzędu kilkudziesięciu mln dolarów. Trudno sobie wyobrazić, żeby w finansowaniu tak dużego projektu istotnie uczestniczył PCC Exol, który na koniec 3Q'16 posiadał ok. 180 mln PLN długu netto (3,8x EBITDA12m). Niemniej z uwagi na brak szczegółów nie uwzględniamy powyższego projektu w naszych założeniach.

### Inwestycje PCC Rokita w Azji



*Chemia jest w Azji. W przypadku poliuretanów blisko 50% globalnej konsumpcji przypada na Azję. Obecnie większość nowych instalacji chemicznych powstaje w Azji (gigantyczny rynek zbytu, dostępność surowców) i w USA (tani gaz łupkowy).*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Google Maps

## STRUKTURA ZADŁUŻENIA

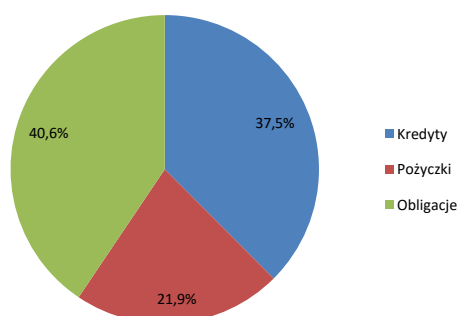
Na koniec 3Q'16 zadłużenie spółki wynosiło ok. 406 mln PLN (netto 369 mln PLN, 1,7x EBITDA), a jego struktura jest relatywnie bezpieczna. Ok. 38% stanowią kredyty głównie z BGK (termin zapadalności 2018-2027), pożyczki NFOŚiGW i WFOŚiGW (22%, zapadalność 2017-2027) i detaliczne obligacje (41%). W 2017 roku oczekujemy rekordowej dywidendy i CAPEX, przez co zadłużenie netto może wzrosnąć w okolice 2,5x EBITDA.

### Zadłużenie spółki [mln PLN]

|                  | 2013         | 2014         | 2015         | 3Q'16        | Uwagi                                                     |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------------------------------------------|
| Kredyty          | 95,0         | 143,2        | 152,3        | 152,6        |                                                           |
| inwestycyjne     | 81,3         | 104,8        | 112,3        | 122,9        | zapadalność 2018-2027                                     |
| obrotowe/leasing | 13,7         | 38,4         | 40,0         | 29,7         |                                                           |
| Pożyczki         | 60,7         | 102,5        | 113,7        | 89,1         | z NFOŚiGW i WFOŚiGW na elektrolizę, zapadalność 2017-2027 |
| Obligacje        | 104,0        | 117,0        | 120,0        | 165,0        |                                                           |
| AA               | 25,0         |              |              |              | kupon ok. 9% (wykupione)                                  |
| AB               | 20,0         | 20,0         |              |              | kupon 8,3% (wykupione)                                    |
| AC               | 25,0         | 25,0         | 25,0         |              | kupon 7,5% (wykupione)                                    |
| AD               | 25,0         | 25,0         | 25,0         | 25,0         | kupon 6,8%                                                |
| BA (kaskada)     | 22,0         | 22,0         | 22,0         | 22,0         | kaskada kupon 5,5%                                        |
| BB               |              | 25,0         | 25,0         | 25,0         | rolka AA, kupon 5,5%                                      |
| CA               |              |              | 20,0         | 20,0         | rolka AB kupon 5%                                         |
| Autochem         |              |              | 3,0          | 3,0          | konsolidacja od 01.01.15, kupon 6,8%                      |
| DA               |              |              |              | 25,0         | rolka AC, kupon 5%                                        |
| DB               |              |              |              | 20,0         | nowa, kupon 5%                                            |
| DC               |              |              |              | 25,0         | nowa, kupon 5%                                            |
| <b>RAZEM</b>     | <b>259,7</b> | <b>362,7</b> | <b>386,1</b> | <b>406,7</b> |                                                           |

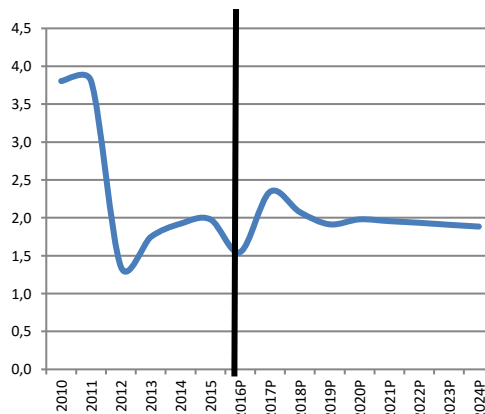
Źródło: BDM S.A. spółka.

### Struktura zadłużenia spółki w 3Q'16



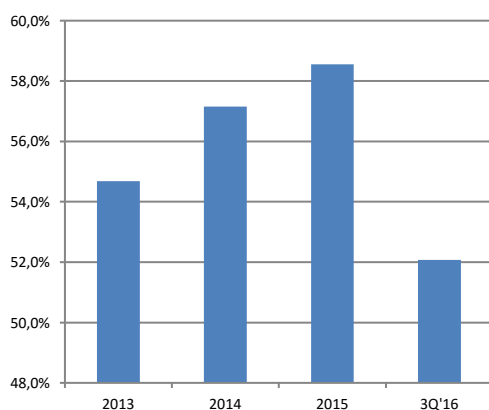
Źródło: BDM S.A. spółka.

### DN/EBITDA- prognoza



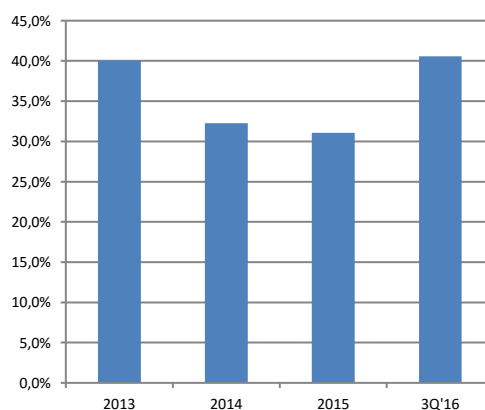
Źródło: BDM S.A. spółka. Szacunki własne

### Udział kredytów i pożyczek z BGK/NFOŚiGW i WFOŚiGW\*



Źródło: BDM S.A. spółka. \*- w ogólnym zadłużeniu

### Udział obligacji detalicznych\*



Źródło: BDM S.A. spółka. \*- w ogólnym zadłużeniu

## WYNIKI PCC SE (SPÓŁKA „MATKA”)

W 3Q'16 grupa PCC SE wypracowała 14,8 mln EUR EBITDA (+16% r/r) przy 138,5 mln EUR sprzedaży (-8,7% r/r). Poprawa wyników to zasługa głównie segmentu chlorowego (wydział elektrolizy w Rokicie), gdzie EBITDA wzrosła o 34% r/r (narastająco ponad 6x). Słabiej spółka radzi sobie w segmencie dóbr konsumpcyjnych (PCC Kosmet w Brzegu) i chemii specjalistycznej (gł. PCC Synteza w Kędzierzynie). W PCC Kosmet podjęto działania zmierzające do uzyskania pozytywnej rentowności (certyfikat GMP, kontrakt na rozlewanie płynów do naczyń). W PCC Synteza sytuacja jest trudniejsza, bo jeden z głównych produktów spółki dodecylofenol zostaje wypierany substytutami. W segmencie transportu spółka wskazuje na wzrost przewozów w Polsce i taryf wagonowych w Rosji.

Grupa kontynuuje główne inwestycje. Projekt innowacyjnego kwasu MCAA w Brzegu Dolnym (potencjalny odbiorca chloru od PCC Rokita) doznał kolejnych opóźnień (uszkodzenia instalacji), ale pierwsze dostawy już zostały zrealizowane. Pierwotnie projekt o wartości ok. 70 mln EUR miał zostać oddany do użytku do końca 2015 roku. Z kolei duża inwestycja w Islandii dot. wydobycia krzemomatału postępuje zgodnie z harmonogramem (koniec w 2018 roku) i budżetem (CAPEX ok. 300 mln USD). Nową inwestycją jest projekt DME w Rosji. Wspólnie z rosyjską grupą chemiczną OAO SzczekinoAzot spółka planuje budowę fabryki eteru dimetylowego. DME stosuje się przede wszystkim w przemyśle kosmetycznym i jako propelent do aerozoli.

### Wybrane dane finansowe PCC SE [mln EUR]

|                        | 3Q'15  | 3Q'16  | zmiana r/r | 1-3Q'15 | 1-3Q'16 | zmiana r/r |
|------------------------|--------|--------|------------|---------|---------|------------|
| Przychody              | 151,7  | 138,5  | -8,7%      | 437,0   | 420,4   | -3,8%      |
| Chemia                 | 133,0  | 118,3  | -11,1%     | 380,9   | 358,9   | -5,8%      |
| poliole                | 35,2   | 31,5   | -10,5%     | 104,8   | 93,2    | -11,1%     |
| surfakanty             | 26,9   | 26,9   | 0,0%       | 76,8    | 77,0    | 0,3%       |
| chlor                  | 16,5   | 16,4   | -0,6%      | 40,7    | 53,9    | 32,4%      |
| chemia specjalistyczna | 43,4   | 37,8   | -12,9%     | 128,7   | 116,5   | -9,5%      |
| dobra konsumpcyjne     | 11,0   | 5,7    | -48,2%     | 29,9    | 18,3    | -38,8%     |
| Energia                | 2,3    | 2,2    | -4,3%      | 8,4     | 8,2     | -2,4%      |
| Transport              | 14,4   | 16,4   | 13,9%      | 41,6    | 48,3    | 16,1%      |
| Pozostałe              | 2,0    | 1,6    | -20,0%     | 6,1     | 5,0     | -18,0%     |
| EBITDA                 | 12,8   | 14,8   | 15,6%      | 37,4    | 44,2    | 18,2%      |
| Chemia                 | 10,1   | 9,9    | -2,0%      | 25,4    | 33,0    | 29,9%      |
| poliole                | 2,6    | 2,6    | 0,0%       | 11,0    | 9,3     | -15,5%     |
| surfakanty             | 2,5    | 2,5    | 0,0%       | 6,8     | 8,0     | 17,6%      |
| chlor                  | 3,2    | 4,3    | 34,4%      | 2,2     | 13,8    | 527,3%     |
| chemia specjalistyczna | 1,6    | 1,0    | -37,5%     | 5,0     | 3,5     | -30,0%     |
| dobra konsumpcyjne     | 0,2    | -0,5   | -          | 0,4     | -1,6    | -          |
| Energia                | 1,6    | 1,3    | -18,8%     | 5,6     | 5,9     | 5,4%       |
| Transport              | 1,4    | 1,6    | 14,3%      | 3,4     | 4,7     | 38,2%      |
| Pozostałe              | -0,3   | 2,0    | -          | 3,0     | 0,6     | -80,0%     |
| Marża EBITDA           | 8,4%   | 10,7%  |            | 8,6%    | 10,5%   |            |
| Chemia                 | 7,6%   | 8,4%   |            | 6,7%    | 9,2%    |            |
| poliole                | 7,4%   | 8,3%   |            | 10,5%   | 10,0%   |            |
| surfakanty             | 9,3%   | 9,3%   |            | 8,9%    | 10,4%   |            |
| chlor                  | 19,4%  | 26,2%  |            | 5,4%    | 25,6%   |            |
| chemia specjalistyczna | 3,7%   | 2,6%   |            | 3,9%    | 3,0%    |            |
| dobra konsumpcyjne     | 1,8%   | -8,8%  |            | 1,3%    | -8,7%   |            |
| Energia                | 69,6%  | 59,1%  |            | 66,7%   | 72,0%   |            |
| Transport              | 9,7%   | 9,8%   |            | 8,2%    | 9,7%    |            |
| Pozostałe              | -15,0% | 125,0% |            | 49,2%   | 12,0%   |            |

Źródło: BDM S.A. PCC SE

## ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2016-2018

W 2016 roku niższa EBITDA raportowana wynika z braku rozliczenia tzw. białych certyfikatów o wartości ok. 41 mln PLN. W poprzednim raporcie, szacowaliśmy, że spółka sprzeda przyznane w lipcu'16 świadectwa efektywności energetycznej. Tak się jednak nie stało. Z uwagi na brak odpowiednich przepisów zostały one uwzględnione w bilansie na 3Q'16 po wartości nominalnej czyli 0 PLN. Spółka zaznaczała, że w chwili sprzedaży zasilą one wynik finansowy. Do tej pory spółka nie informowała o sprzedaży świadectw, ale niewykluczone że tak się stało. W swoim raporcie wspomniane prawa traktujemy jako ekwiwalent gotówki (43,5 mln PLN na koniec 2016 roku). Nie uwzględniamy ewentualnej sprzedaży w wyniku spółki.

Oczyszczona EBITDA za 2016 rok (bez uwzględniania sprzedaży „białych certyfikatów”) jest wyższa od założeń z poprzedniego raportu o ok. 6%, co wynika z pozytywnych zaskoczeń 3Q'16 (EBITDA 42,1 mln PLN vs 39,1 mln PLN oczek.) i podwyższenia założeń dla 4Q'16.

W kolejnych latach podwyższenie założeń wynika gł. z segmentu chlorowego (alkalia), gdzie ceny ługu sodowego/sody kaustycznej są 8-9% wyższe r/r. W 2018 roku uwzględniamy dodatkowo wzrost wolumenu sprzedaży. Obecnie spółka w pełni wykorzystuje moce produkcyjne elektrolizy (ok. 160 tys. ton ługu). Uruchomienie 6 elektrolizera powinno zwiększyć zdolności o przynajmniej 10 tys. ton. Z większymi zdolnościami własnej instalacji tlenu propylenu zagregowany wolumen alkaliów wzrośnie o ok. 15 tys. ton r/r.

### Zmiana głównych założeń w latach 2016-2018 [mln PLN]

|                                         | 2016P      |         |        | 2017P      |         |        | 2018P      |         |        |
|-----------------------------------------|------------|---------|--------|------------|---------|--------|------------|---------|--------|
|                                         | poprzednio | obecnie | zmiana | poprzednio | obecnie | zmiana | poprzednio | obecnie | zmiana |
| Przychody*                              | 1 104,8    | 1 104,7 | 0,0%   | 1 218,9    | 1 172,9 | -3,8%  | 1 339,7    | 1 291,2 | -3,6%  |
| Kompleks Chlorowy                       | 381,4      | 368,4   | -3,4%  | 369,4      | 407,4   | 10,3%  | 359,3      | 419,4   | 16,7%  |
| Kompleks Rokopole                       | 544,6      | 545,6   | 0,2%   | 636,0      | 606,4   | -4,7%  | 756,9      | 708,0   | -6,5%  |
| Kompleks Fosforopochodne                | 96,5       | 96,5    | 0,0%   | 98,4       | 98,4    | 0,0%   | 108,2      | 108,2   | 0,0%   |
| Kompleks Energetyczny                   | 29,2       | 29,2    | 0,0%   | 26,1       | 26,5    | 1,5%   | 26,2       | 26,2    | 0,0%   |
| Kompleks Zarządzania                    | 39,0       | 39,5    | 1,3%   | 89,0       | 34,7    | -61,0% | 89,0       | 29,4    | -66,9% |
| Pozostałe/wyłączenia                    | 14,1       | 25,5    |        | 0,0        | -0,5    |        | 0,0        | 0,0     |        |
| EBITDA                                  | 234,4      | 206,2   | -12,0% | 194,5      | 205,6   | 5,7%   | 206,0      | 239,2   | 16,1%  |
| Kompleks Chlorowy                       | 89,7       | 88,6    | -1,3%  | 102,8      | 109,2   | 6,3%   | 84,4       | 114,2   | 35,3%  |
| Kompleks Rokopole                       | 54,1       | 55,2    | 1,9%   | 45,3       | 43,6    | -3,8%  | 69,2       | 71,2    | 3,0%   |
| Kompleks Fosforopochodne                | 4,9        | 4,9     | 0,0%   | 6,9        | 6,0     | -13,6% | 9,5        | 9,5     | 0,0%   |
| Kompleks Energetyczny                   | 30,8       | 30,8    | 0,0%   | 28,4       | 28,1    | -1,2%  | 31,7       | 31,3    | -1,3%  |
| Kompleks Zarządzania                    | 49,0       | 13,4    | -72,5% | 11,1       | 13,1    | 18,4%  | 11,2       | 13,0    | 15,9%  |
| Pozostałe/wyłączenia                    | 6,0        | 13,3    |        | 0,0        | 5,6     |        | 0,0        | 0,0     |        |
| EBIT                                    | 176,6      | 148,4   | -16,0% | 131,1      | 142,2   | 8,5%   | 137,7      | 171,0   | 24,1%  |
| Zysk brutto                             | 163,6      | 137,6   | -15,9% | 118,2      | 129,9   | 9,9%   | 122,6      | 156,0   | 27,3%  |
| Zysk netto                              | 150,1      | 128,2   | -14,7% | 106,4      | 116,9   | 9,9%   | 110,3      | 140,4   | 27,3%  |
| Marża EBITDA                            | 21,2%      | 18,7%   |        | 16,0%      | 17,5%   |        | 15,4%      | 18,5%   |        |
| Marża EBIT                              | 16,0%      | 13,4%   |        | 10,8%      | 12,1%   |        | 10,3%      | 13,2%   |        |
| Marża netto                             | 13,6%      | 11,6%   |        | 8,7%       | 10,0%   |        | 8,2%       | 10,9%   |        |
| Ropa Brent [USD/bbl]                    | 45,7       | 45,0    | -1,4%  | 53,4       | 56,5    | 5,8%   | 55,8       | 56,8    | 1,9%   |
| Poliole standard [EUR/t]                | 1 544,5    | 1 541,3 | -0,2%  | 1 713,6    | 1 643,9 | -4,1%  | 1 736,5    | 1 599,4 | -7,9%  |
| Soda kaustyczna [USD/t]                 | 571,3      | 567,2   | -0,7%  | 550,1      | 596,2   | 8,4%   | 544,6      | 595,4   | 9,3%   |
| Tlenek propylenu [USD/t]                | 1 524,1    | 1 492,6 | -2,1%  | 1 779,6    | 1 583,4 | -11,0% | 1 733,0    | 1 592,6 | -8,1%  |
| Propylen [EUR/t]                        | 649,1      | 635,0   | -2,2%  | 746,7      | 749,2   | 0,3%   | 760,4      | 721,3   | -5,1%  |
| Tlenek etylenu [USD/t]                  | 1 312,4    | 1 297,1 | -1,2%  | 1 533,7    | 1 435,6 | -6,4%  | 1 602,8    | 1 444,6 | -9,9%  |
| EUR/PLN                                 | 4,35       | 4,36    | 0,4%   | 4,37       | 4,34    | -0,6%  | 4,40       | 4,47    | 1,5%   |
| EUR/USD                                 | 1,12       | 1,11    | -1,1%  | 1,14       | 1,06    | -6,4%  | 1,17       | 1,11    | -4,7%  |
| Teoret. marża alkalia [PLN/t]           | 990,5      | 1 013,2 | 2,3%   | 1 056,4    | 1 120,8 | 6,1%   | 981,6      | 1 075,3 | 9,5%   |
| Teoret. marża poliole [PLN/t]           | 1 074,3    | 1 111,2 | 3,4%   | 1 017,0    | 977,8   | -3,9%  | 1 506,7    | 1 157,0 | -23,2% |
| Teoret. marża poliole st.** [PLN/t]     | 945,5      | 985,9   | 4,3%   | 821,9      | 806,0   | -1,9%  | 1 223,5    | 876,0   | -28,4% |
| Poliol-0,64propylen [EUR/t]             | 1 129,1    | 1 134,9 | 0,5%   | 1 235,7    | 1 164,5 | -5,8%  | 1 249,8    | 1 137,8 | -9,0%  |
| Zagregowany wolumen alkaliów [tys. ton] | 255,8      | 240,7   | -5,9%  | 253,0      | 253,0   | 0,0%   | 248,9      | 267,7   | 7,6%   |
| Zagregowany wolumen poliole [tys. ton]  | 82,42      | 82,4    | 0,0%   | 85,5       | 85,5    | 0,0%   | 98,7       | 98,7    | 0,0%   |

Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne. \* przychody tylko na zewnątrz spółki (bez wyłączeń międzysegmentowych- gł. tlenek propylenu z kompleksu chlorowego do kompleksu rokopolii).

## GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025

### Główne założenia roczne

|                                   | 2014    | 2015    | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Ropa Brent [USD/bbl]              | 99,5    | 53,7    | 45,0    | 56,5    | 56,8    | 56,4    | 56,5    | 57,0    | 57,8    | 58,5    | 58,9    | 58,9    |
| zmiana r/r                        | -8,4%   | -46,1%  | -16,1%  | 25,4%   | 0,6%    | -0,8%   | 0,2%    | 1,0%    | 1,3%    | 1,2%    | 0,8%    | 0,0%    |
| Ceny produktów                    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Poliol standard [EUR/t]           | 1 822,6 | 1 716,7 | 1 541,3 | 1 643,9 | 1 624,3 | 1 585,0 | 1 556,5 | 1 552,4 | 1 567,3 | 1 581,5 | 1 590,2 | 1 590,2 |
| zmiana r/r                        | 2,8%    | -5,8%   | -10,2%  | 6,7%    | -1,2%   | -2,4%   | -1,8%   | -0,3%   | 1,0%    | 0,9%    | 0,5%    | 0,0%    |
| Chlor [USD/t]                     | 162,1   | 169,5   | 165,0   | 164,9   | 165,2   | 164,8   | 164,9   | 165,3   | 166,0   | 166,6   | 166,9   | 166,9   |
| zmiana r/r                        | -13,1%  | 4,6%    | -2,7%   | -0,1%   | 0,2%    | -0,2%   | 0,0%    | 0,3%    | 0,4%    | 0,4%    | 0,2%    | 0,0%    |
| Soda kaustyczna [USD/t]           | 590,0   | 548,3   | 567,2   | 596,2   | 595,4   | 596,4   | 596,2   | 594,9   | 593,2   | 591,6   | 590,6   | 590,6   |
| zmiana r/r                        | -14,8%  | -7,1%   | 3,5%    | 5,1%    | -0,1%   | 0,2%    | 0,0%    | -0,2%   | -0,3%   | -0,3%   | -0,2%   | 0,0%    |
| Ceny surowców                     |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Energia spot TGE [PLN/MWh]        | 184,5   | 157,0   | 161,4   | 176,0   | 179,5   | 183,1   | 186,7   | 190,5   | 194,3   | 198,1   | 202,1   | 206,2   |
| zmiana r/r                        | 17,7%   | -14,9%  | 2,8%    | 9,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    |
| Energia elektryczna [PLN/MWh]     | 211,4   | 225,7   | 228,6   | 228,6   | 233,2   | 237,9   | 242,6   | 247,5   | 252,4   | 257,5   | 262,6   | 267,9   |
| zmiana r/r                        | 0,0%    | 6,7%    | 1,3%    | 0,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    |
| Węgiel [PLN/t]                    | 253,9   | 246,3   | 246,3   | 246,3   | 270,9   | 276,4   | 281,9   | 287,5   | 293,3   | 299,1   | 305,1   | 311,2   |
| zmiana r/r                        | -5,0%   | -3,0%   | 0,0%    | 0,0%    | 10,0%   | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    |
| Sól kamienna/warzona [PLN/t]      | 195,0   | 195,0   | 195,0   | 195,0   | 195,0   | 195,0   | 195,0   | 195,0   | 195,0   | 195,0   | 195,0   | 195,0   |
| zmiana r/r                        | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    |
| Tlenek propylenu [USD/t]          | 2 090,6 | 1 599,7 | 1 492,6 | 1 583,4 | 1 587,1 | 1 573,0 | 1 580,7 | 1 589,1 | 1 596,7 | 1 604,6 | 1 606,4 | 1 601,3 |
| zmiana r/r                        | 0,4%    | -23,5%  | -6,7%   | 6,1%    | 0,2%    | -0,9%   | 0,5%    | 0,5%    | 0,5%    | 0,5%    | 0,1%    | -0,3%   |
| Propylen [EUR/t]                  | 1 079,5 | 820,6   | 635,0   | 749,2   | 736,9   | 712,4   | 694,8   | 692,3   | 701,4   | 710,1   | 715,5   | 715,5   |
| zmiana r/r                        | 2,2%    | -24,0%  | -22,6%  | 18,0%   | -1,6%   | -3,3%   | -2,5%   | -0,4%   | 1,3%    | 1,2%    | 0,8%    | 0,0%    |
| Tlenek etylenu [USD/t]            | 1 833,8 | 1 357,6 | 1 297,1 | 1 435,6 | 1 444,6 | 1 433,0 | 1 435,3 | 1 449,2 | 1 468,3 | 1 486,6 | 1 497,8 | 1 497,8 |
| zmiana r/r                        | -3,6%   | -26,0%  | -4,5%   | 10,7%   | 0,6%    | -0,8%   | 0,2%    | 1,0%    | 1,3%    | 1,2%    | 0,8%    | 0,0%    |
| Kursy walut                       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| EUR/PLN                           | 4,19    | 4,18    | 4,36    | 4,34    | 4,38    | 4,38    | 4,38    | 4,38    | 4,38    | 4,38    | 4,38    | 4,38    |
| USD/PLN                           | 3,16    | 3,77    | 3,95    | 4,08    | 4,03    | 3,92    | 3,82    | 3,77    | 3,77    | 3,77    | 3,77    | 3,77    |
| EUR/USD                           | 1,33    | 1,11    | 1,11    | 1,06    | 1,09    | 1,12    | 1,15    | 1,16    | 1,16    | 1,16    | 1,16    | 1,16    |
| Produkcja                         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Łąg sodowy [tys. ton]             | 137,2   | 126,7   | 152,0   | 160,0   | 170,0   | 170,0   | 170,0   | 170,0   | 170,0   | 170,0   | 170,0   | 170,0   |
| wykorzystanie mocy                | 98,0%   | 97,5%   | 95,0%   | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  |
| Poliol standard [tys. ton]        | 106,9   | 106,9   | 109,0   | 113,4   | 134,9   | 149,9   | 149,9   | 149,9   | 149,9   | 149,9   | 149,9   | 149,9   |
| wykorzystanie mocy                | 100,0%  | 100,0%  | 90,9%   | 75,6%   | 90,0%   | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  |
| Tlenek propylenu [tys. ton]       | 38,3    | 38,4    | 45,0    | 47,0    | 50,0    | 50,0    | 50,0    | 50,0    | 50,0    | 50,0    | 50,0    | 50,0    |
| wykorzystanie mocy                | 95,8%   | 96,0%   | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  |
| Marże                             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Teoret. marża alkalia [PLN/t]     | 693,7   | 892,1   | 1 013,2 | 1 120,8 | 1 073,0 | 1 011,8 | 958,5   | 924,4   | 910,2   | 896,3   | 881,1   | 865,6   |
| zmiana r/r                        | -14,6%  | 28,6%   | 13,6%   | 10,6%   | -4,3%   | -5,7%   | -5,3%   | -3,6%   | -1,5%   | -1,5%   | -1,7%   | -1,8%   |
| Teoret. marża polioli [PLN/t]     | 1 257,7 | 1 416,2 | 1 111,2 | 977,8   | 1 133,0 | 1 234,3 | 1 235,5 | 1 258,4 | 1 289,5 | 1 317,6 | 1 343,6 | 1 358,5 |
| zmiana r/r                        | -3,6%   | 12,6%   | -21,5%  | -12,0%  | 15,9%   | 8,9%    | 0,1%    | 1,8%    | 2,5%    | 2,2%    | 2,0%    | 1,1%    |
| Teoret. marża polioli st* [PLN/t] | 1 193,9 | 1 317,0 | 985,9   | 806,0   | 853,7   | 894,3   | 901,6   | 927,9   | 959,4   | 987,7   | 1 014,8 | 1 031,4 |
| zmiana r/r                        | 20,5%   | 10,3%   | -25,1%  | -18,2%  | 5,9%    | 4,8%    | 0,8%    | 2,9%    | 3,4%    | 2,9%    | 2,7%    | 1,6%    |
| Poliol-0,64*propylen [EUR/t]      | 1 131,7 | 1 191,5 | 1 134,9 | 1 164,5 | 1 152,7 | 1 129,0 | 1 111,9 | 1 109,4 | 1 118,4 | 1 127,0 | 1 132,3 | 1 132,3 |
| zmiana r/r                        | 3,2%    | 5,3%    | -4,8%   | 2,6%    | -1,0%   | -2,1%   | -1,5%   | -0,2%   | 0,8%    | 0,8%    | 0,5%    | 0,0%    |

Źródło: BDM S.A. Bloomberg, szacunki własne. \*-standard, bez uwzględniania mixu produktowego

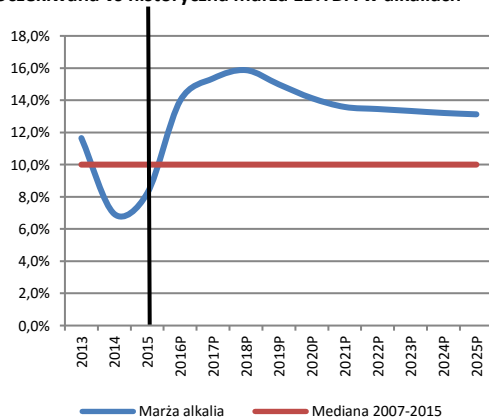
**Główne założenia roczne [mln PLN]**

|                          | 2014    | 2015    | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody                | 1 092,9 | 1 048,7 | 1 104,7 | 1 172,9 | 1 287,9 | 1 329,1 | 1 317,6 | 1 313,1 | 1 322,1 | 1 331,0 | 1 337,5 | 1 340,3 |
| Kompleks Chlorowy        | 287,9   | 244,8   | 368,4   | 407,4   | 419,7   | 409,1   | 398,4   | 393,0   | 392,7   | 392,5   | 392,4   | 392,4   |
| Kompleks Rokopole*       | 618,7   | 577,7   | 545,6   | 606,4   | 704,3   | 746,4   | 733,0   | 731,1   | 738,1   | 744,8   | 748,9   | 748,9   |
| Kompleks Fosforopochodne | 89,6    | 94,7    | 96,5    | 98,4    | 108,2   | 119,1   | 131,0   | 133,6   | 136,3   | 139,0   | 141,8   | 144,6   |
| Kompleks Energetyczny    | 23,2    | 26,5    | 29,2    | 26,5    | 26,2    | 26,2    | 26,3    | 26,4    | 26,4    | 26,5    | 26,6    | 26,7    |
| Kompleks Zarządzania     | 29,2    | 40,7    | 39,5    | 34,7    | 29,6    | 28,3    | 28,9    | 29,1    | 28,6    | 28,2    | 27,8    | 27,7    |
| Pozostałe/wyłączenia     | 44,4    | 64,3    | 25,5    | -0,5    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| EBITDA                   | 125,2   | 153,1   | 206,2   | 205,6   | 239,9   | 253,8   | 248,1   | 246,3   | 249,2   | 251,8   | 254,1   | 255,4   |
| Kompleks Chlorowy        | 37,4    | 38,9    | 88,6    | 109,2   | 117,3   | 107,6   | 99,0    | 94,1    | 93,4    | 92,7    | 91,9    | 91,1    |
| Kompleks Rokopole*       | 52,7    | 60,8    | 55,2    | 43,6    | 68,8    | 87,9    | 88,3    | 90,7    | 93,6    | 96,1    | 98,5    | 99,8    |
| Kompleks Fosforopochodne | 0,5     | 5,8     | 4,9     | 6,0     | 9,5     | 11,2    | 13,1    | 13,4    | 13,7    | 13,9    | 14,2    | 14,5    |
| Kompleks Energetyczny    | 18,8    | 24,3    | 30,8    | 28,1    | 31,3    | 34,1    | 34,5    | 34,9    | 35,3    | 35,7    | 36,1    | 36,6    |
| Kompleks Zarządzania     | 9,9     | 14,7    | 13,4    | 13,1    | 13,0    | 13,1    | 13,2    | 13,3    | 13,4    | 13,4    | 13,4    | 13,4    |
| Pozostałe/wyłączenia     | 5,9     | 8,5     | 13,3    | 5,6     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| EBIT                     | 81,0    | 101,3   | 148,4   | 142,2   | 171,7   | 184,5   | 178,4   | 176,3   | 178,9   | 181,2   | 183,2   | 184,3   |
| Zysk brutto              | 75,8    | 91,3    | 137,5   | 129,8   | 156,5   | 169,3   | 163,2   | 161,0   | 163,7   | 166,0   | 168,0   | 169,1   |
| Zysk netto               | 71,2    | 84,8    | 128,1   | 116,8   | 140,9   | 152,3   | 146,9   | 144,9   | 147,3   | 149,4   | 151,2   | 152,2   |
| Marża EBITDA             | 11,5%   | 14,6%   | 18,7%   | 17,5%   | 18,6%   | 19,1%   | 18,8%   | 18,8%   | 18,9%   | 18,9%   | 19,0%   | 19,1%   |
| Kompleks Chlorowy        | 6,9%    | 8,2%    | 14,0%   | 15,4%   | 15,9%   | 15,0%   | 14,1%   | 13,6%   | 13,5%   | 13,3%   | 13,2%   | 13,1%   |
| Kompleks Rokopole*       | 8,5%    | 10,5%   | 10,1%   | 7,2%    | 9,8%    | 11,8%   | 12,0%   | 12,4%   | 12,7%   | 12,9%   | 13,2%   | 13,3%   |
| Kompleks Fosforopochodne | 0,5%    | 6,1%    | 5,0%    | 6,1%    | 8,8%    | 9,4%    | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   |
| Kompleks Energetyczny    | 25,0%   | 29,0%   | 33,4%   | 30,6%   | 31,5%   | 32,5%   | 32,4%   | 32,3%   | 32,1%   | 32,0%   | 31,9%   | 31,8%   |
| Kompleks Zarządzania     | 12,9%   | 17,3%   | 15,1%   | 14,7%   | 14,6%   | 14,7%   | 14,9%   | 15,0%   | 15,0%   | 15,0%   | 15,1%   | 15,0%   |
| Marża EBIT               | 7,4%    | 9,7%    | 13,4%   | 12,1%   | 13,3%   | 13,9%   | 13,5%   | 13,4%   | 13,5%   | 13,6%   | 13,7%   | 13,7%   |
| Marża brutto             | 6,9%    | 8,7%    | 12,5%   | 11,1%   | 12,2%   | 12,7%   | 12,4%   | 12,3%   | 12,4%   | 12,5%   | 12,6%   | 12,6%   |
| Marża netto              | 6,5%    | 8,1%    | 11,6%   | 10,0%   | 10,9%   | 11,5%   | 11,1%   | 11,0%   | 11,1%   | 11,2%   | 11,3%   | 11,4%   |

Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne. Marża EBITDA w segmentach faktyczna, bez włączeń między segmentowych.

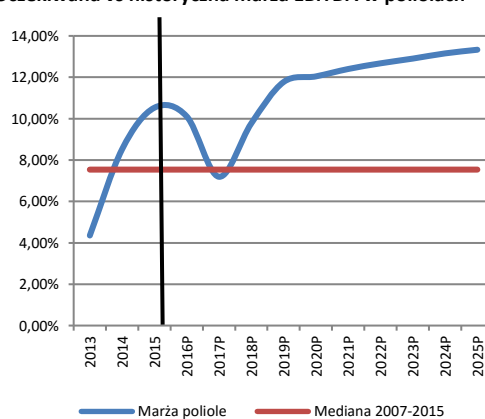
\*- poliole

**Oczekiwana vs historyczna marża EBITDA w alkaliach**



Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne

**Oczekiwana vs historyczna marża EBITDA w poliolach**



Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne



## DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

| <b>Bilans [mln PLN]</b>                   | <b>2014</b>    | <b>2015</b>    | <b>2016P</b>   | <b>2017P</b>   | <b>2018P</b>   | <b>2019P</b>   | <b>2020P</b>   | <b>2021P</b>   | <b>2022P</b>   | <b>2023P</b>   | <b>2024P</b>   | <b>2025P</b>   |
|-------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Aktywa trwałe                             | 917,4          | 1 001,6        | 1 074,8        | 1 229,4        | 1 264,1        | 1 266,2        | 1 267,2        | 1 267,5        | 1 267,8        | 1 268,0        | 1 268,1        | 1 267,9        |
| Wartości niematerialne i prawne           | 25,5           | 25,9           | 22,9           | 22,9           | 22,9           | 22,9           | 22,9           | 22,9           | 22,9           | 22,9           | 22,9           | 22,9           |
| Rzeczowe aktywa trwałe                    | 880,8          | 962,6          | 1 038,8        | 1 193,4        | 1 228,1        | 1 230,2        | 1 231,2        | 1 231,5        | 1 231,8        | 1 232,0        | 1 232,1        | 1 232,0        |
| Aktywa obrotowe                           | 322,7          | 267,2          | 327,6          | 247,5          | 254,4          | 270,1          | 261,8          | 258,9          | 262,4          | 265,6          | 268,3          | 269,8          |
| Zapasy                                    | 83,7           | 71,0           | 76,7           | 81,5           | 89,4           | 92,3           | 91,5           | 91,2           | 91,8           | 92,4           | 92,9           | 93,1           |
| Należności krótkoterminowe                | 110,6          | 107,3          | 123,4          | 131,0          | 143,8          | 148,4          | 147,1          | 146,6          | 147,6          | 148,6          | 149,3          | 149,6          |
| Inwestycje krótkoterminowe                | 128,4          | 88,9           | 127,5          | 35,0           | 21,1           | 29,4           | 23,2           | 21,1           | 22,9           | 24,6           | 26,1           | 27,1           |
| -środki pieniężne i ekwiwalenty           | 122,0          | 83,1           | 121,7          | 29,2           | 15,4           | 23,6           | 17,4           | 15,3           | 17,2           | 18,8           | 20,3           | 21,3           |
| <b>Aktywa razem</b>                       | <b>1 240,1</b> | <b>1 268,8</b> | <b>1 402,4</b> | <b>1 476,8</b> | <b>1 518,5</b> | <b>1 536,2</b> | <b>1 529,0</b> | <b>1 526,4</b> | <b>1 530,1</b> | <b>1 533,6</b> | <b>1 536,4</b> | <b>1 537,7</b> |
| <br>                                      |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Kapitał (fundusz) własny                  | 586,4          | 601,8          | 684,5          | 678,5          | 702,6          | 714,1          | 708,6          | 706,7          | 709,0          | 711,1          | 712,9          | 713,9          |
| Kapitał (fundusz) podstawowy              | 19,9           | 19,9           | 19,9           | 19,9           | 19,9           | 19,9           | 19,9           | 19,9           | 19,9           | 19,9           | 19,9           | 19,9           |
| Kapitał (fundusz) zapasowy*               | 0,0            | 0,0            | 43,5           | 43,5           | 43,5           | 43,5           | 43,5           | 43,5           | 43,5           | 43,5           | 43,5           | 43,5           |
| Zyski zatrzymane/ niepokryte straty       | 579,3          | 594,8          | 634,0          | 628,0          | 652,1          | 663,5          | 658,1          | 656,1          | 658,5          | 660,6          | 662,4          | 663,4          |
| Zysk (strata) netto okresu                | 71,2           | 84,8           | 128,1          | 116,8          | 140,9          | 152,3          | 146,9          | 144,9          | 147,3          | 149,4          | 151,2          | 152,2          |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania    | 653,6          | 666,9          | 717,9          | 798,3          | 815,8          | 822,1          | 820,4          | 819,7          | 821,0          | 822,4          | 823,4          | 823,8          |
| Rezerwy na zobowiązania                   | 73,3           | 73,7           | 73,7           | 73,7           | 73,7           | 73,7           | 73,7           | 73,7           | 73,7           | 73,7           | 73,7           | 73,7           |
| Zobowiązania długoterminowe               | 309,0          | 304,3          | 359,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          |
| -oprocentowane                            | 309,0          | 304,3          | 359,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          | 429,3          |
| Zobowiązania krótkoterminowe              | 237,6          | 254,4          | 250,3          | 260,8          | 278,3          | 284,6          | 282,8          | 282,2          | 283,5          | 284,9          | 285,9          | 286,3          |
| -oprocentowane                            | 53,7           | 81,7           | 81,7           | 81,7           | 81,7           | 81,7           | 81,7           | 81,7           | 81,7           | 81,7           | 81,7           | 81,7           |
| <b>Pasywa razem</b>                       | <b>1 240,1</b> | <b>1 268,8</b> | <b>1 402,4</b> | <b>1 476,8</b> | <b>1 518,5</b> | <b>1 536,2</b> | <b>1 529,0</b> | <b>1 526,4</b> | <b>1 530,1</b> | <b>1 533,6</b> | <b>1 536,4</b> | <b>1 537,7</b> |
| <br>                                      |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>  | <b>2014</b>    | <b>2015</b>    | <b>2016P</b>   | <b>2017P</b>   | <b>2018P</b>   | <b>2019P</b>   | <b>2020P</b>   | <b>2021P</b>   | <b>2022P</b>   | <b>2023P</b>   | <b>2024P</b>   | <b>2025P</b>   |
| Przychody netto ze sprzedaży              | 1 092,9        | 1 048,7        | 1 104,7        | 1 172,9        | 1 287,9        | 1 329,1        | 1 317,6        | 1 313,1        | 1 322,1        | 1 331,0        | 1 337,5        | 1 340,3        |
| Koszty produktów, tow. i materiałów       | 889,4          | 822,5          | 815,6          | 871,4          | 944,8          | 969,6          | 963,1          | 963,5          | 967,7          | 971,9          | 974,3          | 974,1          |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży         | 203,5          | 226,3          | 289,1          | 301,5          | 343,1          | 359,6          | 354,5          | 349,6          | 354,5          | 359,1          | 363,2          | 366,1          |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu       | 126,6          | 127,8          | 147,5          | 157,1          | 167,7          | 171,2          | 172,0          | 173,3          | 175,5          | 177,8          | 180,0          | 181,9          |
| Zysk (strata) na sprzedaży                | 77,0           | 98,5           | 141,6          | 144,4          | 175,4          | 188,3          | 182,5          | 176,3          | 178,9          | 181,2          | 183,2          | 184,3          |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | 4,1            | 2,8            | 6,8            | -2,2           | -3,7           | -3,9           | -4,1           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| EBITDA                                    | 125,2          | 153,1          | 206,2          | 205,6          | 239,9          | 253,8          | 248,1          | 246,3          | 249,2          | 251,8          | 254,1          | 255,4          |
| EBIT                                      | 81,0           | 101,3          | 148,4          | 142,2          | 171,7          | 184,5          | 178,4          | 176,3          | 178,9          | 181,2          | 183,2          | 184,3          |
| Saldo działalności finansowej             | -6,2           | -10,0          | -10,9          | -12,4          | -15,1          | -15,2          | -15,2          | -15,3          | -15,3          | -15,2          | -15,2          | -15,2          |
| Zysk (strata) brutto                      | 75,8           | 91,3           | 137,5          | 129,8          | 156,5          | 169,3          | 163,2          | 161,0          | 163,7          | 166,0          | 168,0          | 169,1          |
| Zysk (strata) netto                       | 71,2           | 84,8           | 128,1          | 116,8          | 140,9          | 152,3          | 146,9          | 144,9          | 147,3          | 149,4          | 151,2          | 152,2          |
| <br>                                      |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>CF [mln PLN]</b>                       | <b>2014</b>    | <b>2015</b>    | <b>2016P</b>   | <b>2017P</b>   | <b>2018P</b>   | <b>2019P</b>   | <b>2020P</b>   | <b>2021P</b>   | <b>2022P</b>   | <b>2023P</b>   | <b>2024P</b>   | <b>2025P</b>   |
| Przepływy z działalności operacyjnej      | 164,6          | 149,2          | 173,6          | 191,3          | 221,1          | 235,8          | 232,1          | 230,3          | 232,6          | 235,0          | 237,1          | 238,4          |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej    | -150,2         | -130,8         | -88,7          | -216,7         | -102,8         | -71,3          | -70,6          | -70,2          | -70,5          | -70,7          | -70,9          | -70,9          |
| Przepływy z działalności finansowej       | 57,1           | -57,2          | -46,3          | -67,1          | -132,1         | -156,2         | -167,7         | -162,2         | -160,3         | -162,6         | -164,7         | -166,6         |
| Przepływy pieniężne netto                 | 71,5           | -38,8          | 38,6           | -92,5          | -13,9          | 8,2            | -6,2           | -2,1           | 1,9            | 1,6            | 1,5            | 1,0            |
| Środki pieniężne na początek okresu       | 50,5           | 122,0          | 83,1           | 121,7          | 29,2           | 15,4           | 23,6           | 17,4           | 15,3           | 17,2           | 18,8           | 20,3           |
| Środki pieniężne na koniec okresu         | 122,0          | 83,1           | 121,7          | 29,2           | 15,4           | 23,6           | 17,4           | 15,3           | 17,2           | 18,8           | 20,3           | 21,3           |

Źródło: BDM S.A. \*- tzw. „białe certyfikaty” z URE

### Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe                | 2015    | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody zmiana r/r          | -4,0%   | 5,3%    | 6,2%    | 9,8%    | 3,2%    | -0,9%   | -0,3%   | 0,7%    | 0,7%    | 0,5%    | 0,2%    |
| EBITDA zmiana r/r             | 22,3%   | 34,7%   | -0,3%   | 16,7%   | 5,8%    | -2,2%   | -0,7%   | 1,2%    | 1,0%    | 0,9%    | 0,5%    |
| EBIT zmiana r/r               | 25,0%   | 46,5%   | -4,2%   | 20,7%   | 7,5%    | -3,3%   | -1,2%   | 1,5%    | 1,3%    | 1,1%    | 0,6%    |
| Zysk netto zmiana r/r         | 19,0%   | 51,2%   | -8,8%   | 20,6%   | 8,1%    | -3,6%   | -1,3%   | 1,6%    | 1,4%    | 1,2%    | 0,6%    |
| Marża brutto na sprzedaży     | 21,6%   | 26,2%   | 25,7%   | 26,6%   | 27,1%   | 26,9%   | 26,6%   | 26,8%   | 27,0%   | 27,2%   | 27,3%   |
| Marża EBITDA                  | 14,6%   | 18,7%   | 17,5%   | 18,6%   | 19,1%   | 18,8%   | 18,8%   | 18,9%   | 18,9%   | 19,0%   | 19,1%   |
| Marża EBIT                    | 9,7%    | 13,4%   | 12,1%   | 13,3%   | 13,9%   | 13,5%   | 13,4%   | 13,5%   | 13,6%   | 13,7%   | 13,7%   |
| Marża brutto                  | 8,7%    | 12,5%   | 11,1%   | 12,2%   | 12,7%   | 12,4%   | 12,3%   | 12,4%   | 12,5%   | 12,6%   | 12,6%   |
| Marża netto                   | 8,1%    | 11,6%   | 10,0%   | 10,9%   | 11,5%   | 11,1%   | 11,0%   | 11,1%   | 11,2%   | 11,3%   | 11,4%   |
| COGS / przychody              | 78,4%   | 73,8%   | 74,3%   | 73,4%   | 72,9%   | 73,1%   | 73,4%   | 73,2%   | 73,0%   | 72,8%   | 72,7%   |
| SG&A / przychody              | 12,2%   | 13,4%   | 13,4%   | 13,0%   | 12,9%   | 13,1%   | 13,2%   | 13,3%   | 13,4%   | 13,5%   | 13,6%   |
| SG&A / COGS                   | 15,5%   | 18,1%   | 18,0%   | 17,8%   | 17,7%   | 17,9%   | 18,0%   | 18,1%   | 18,3%   | 18,5%   | 18,7%   |
| ROE                           | 14,1%   | 18,7%   | 17,2%   | 20,0%   | 21,3%   | 20,7%   | 20,5%   | 20,8%   | 21,0%   | 21,2%   | 21,3%   |
| ROA                           | 6,7%    | 9,1%    | 7,9%    | 9,3%    | 9,9%    | 9,6%    | 9,5%    | 9,6%    | 9,7%    | 9,8%    | 9,9%    |
| Dług                          | 386,1   | 441,1   | 511,1   | 511,1   | 511,1   | 511,1   | 511,1   | 511,1   | 511,1   | 511,1   | 511,1   |
| D / (D+E)                     | 39,1%   | 39,2%   | 43,0%   | 42,1%   | 41,7%   | 41,9%   | 42,0%   | 41,9%   | 41,8%   | 41,8%   | 41,7%   |
| D / E                         | 64,1%   | 64,4%   | 75,3%   | 72,7%   | 71,6%   | 72,1%   | 72,3%   | 72,1%   | 71,9%   | 71,7%   | 71,6%   |
| Dług / kapitał własny         | 64,1%   | 64,4%   | 75,3%   | 72,7%   | 71,6%   | 72,1%   | 72,3%   | 72,1%   | 71,9%   | 71,7%   | 71,6%   |
| Dług netto                    | 302,9   | 319,4   | 481,9   | 495,7   | 487,5   | 493,6   | 495,8   | 493,9   | 492,3   | 490,7   | 489,7   |
| Dług netto / kapitał własny   | 50,3%   | 46,7%   | 71,0%   | 70,6%   | 68,3%   | 69,7%   | 70,2%   | 69,7%   | 69,2%   | 68,8%   | 68,6%   |
| Dług netto / EBITDA           | 2,0     | 1,5     | 2,3     | 2,1     | 1,9     | 2,0     | 2,0     | 2,0     | 2,0     | 1,9     | 1,9     |
| Dług netto / EBIT             | 3,0     | 2,2     | 3,4     | 2,9     | 2,6     | 2,8     | 2,8     | 2,8     | 2,7     | 2,7     | 2,7     |
| EV                            | 1 613,2 | 1 629,7 | 1 792,2 | 1 806,0 | 1 797,8 | 1 804,0 | 1 806,1 | 1 804,2 | 1 802,6 | 1 801,0 | 1 800,0 |
| Dług / EV                     | 23,9%   | 27,1%   | 28,5%   | 28,3%   | 28,4%   | 28,3%   | 28,3%   | 28,3%   | 28,4%   | 28,4%   | 28,4%   |
| CAPEX / Przychody             | 12,9%   | 12,1%   | 18,6%   | 8,0%    | 5,4%    | 5,4%    | 5,4%    | 5,3%    | 5,3%    | 5,3%    | 5,3%    |
| CAPEX / Amortyzacja           | 261,3%  | 231,8%  | 343,8%  | 150,8%  | 103,0%  | 101,5%  | 100,4%  | 100,3%  | 100,3%  | 100,1%  | 99,8%   |
| Amortyzacja / Przychody       | 4,9%    | 5,3%    | 5,4%    | 5,3%    | 5,2%    | 5,3%    | 5,3%    | 5,3%    | 5,3%    | 5,3%    | 5,3%    |
| Zmiana KO / Przychody         | -0,5%   | 2,4%    | 0,2%    | 0,3%    | 0,1%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 12,9%   | 47,5%   | 3,8%    | 3,8%    | 3,8%    | 3,8%    | 3,8%    | 3,8%    | 3,8%    | 3,8%    | 3,8%    |
| Wskaźniki rynkowe             | 2015    | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
| MC/S*                         | 1,2     | 1,2     | 1,1     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     |
| P/E*                          | 15,2    | 10,1    | 11,0    | 9,2     | 8,5     | 8,8     | 8,9     | 8,8     | 8,6     | 8,5     | 8,5     |
| P/BV*                         | 2,1     | 1,9     | 1,9     | 1,8     | 1,8     | 1,8     | 1,8     | 1,8     | 1,8     | 1,8     | 1,8     |
| P/CE*                         | 9,5     | 6,9     | 7,2     | 6,2     | 5,8     | 6,0     | 6,0     | 5,9     | 5,9     | 5,8     | 5,8     |
| EV/EBITDA*                    | 10,4    | 7,8     | 8,6     | 7,4     | 7,0     | 7,2     | 7,3     | 7,2     | 7,1     | 7,0     | 7,0     |
| EV/EBIT*                      | 15,7    | 10,8    | 12,5    | 10,4    | 9,6     | 10,0    | 10,1    | 10,0    | 9,8     | 9,7     | 9,7     |
| EV/S*                         | 1,5     | 1,5     | 1,5     | 1,4     | 1,3     | 1,4     | 1,4     | 1,3     | 1,3     | 1,3     | 1,3     |
| BVPS                          | 30,3    | 34,5    | 34,2    | 35,4    | 36,0    | 35,7    | 35,6    | 35,7    | 35,8    | 35,9    | 36,0    |
| EPS                           | 4,3     | 6,5     | 5,9     | 7,1     | 7,7     | 7,4     | 7,3     | 7,4     | 7,5     | 7,6     | 7,7     |
| CEPS                          | 6,9     | 9,4     | 9,1     | 10,5    | 11,2    | 10,9    | 10,8    | 11,0    | 11,1    | 11,2    | 11,2    |
| FCFPS                         | 8,2     | 8,1     | 8,0     | 8,1     | 8,2     | 8,3     | 8,4     | 8,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| DPS w okresie                 | 3,5     | 4,5     | 6,2     | 5,9     | 7,1     | 7,7     | 7,4     | 7,3     | 7,4     | 7,5     | 7,6     |
| Payout ratio                  | 103,5%  | 108,5%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  |

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 65,0 PLN

## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-412  
e-mail: bobrowski@bdm.pl  
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/wegiel

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: pado@bdm.pl  
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzysztof Brymora**

tel. (032) 20-81-435  
e-mail: brymora@bdm.pl  
chemia, przemysł drzewny

**Adrian Górniak**

tel. (032) 20-81-438  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl  
deweloperzy, handel

**Marek Jurzec**

Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: jurzec@bdm.pl  
IT

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-100  
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

**Leszek Mackiewicz**

tel. (022) 62-20-848  
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

**Bartosz Zieliński**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

**Maciej Bąk**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

## Historia rekomendacji PCC Rokita

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data       | godzina publikacji | kurs | WIG      |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------|--------------------|------|----------|
| Kupuj     | 78,0          | Trzymaj                 | 65,0                     | 01.03.2017 | 09:35 CEST         | 65,0 | 58 203,8 |
| Trzymaj   | 65,0          | Akumuluj                | 49,9                     | 24.10.2016 | 12:15 CEST         | 69,0 | 48 253,0 |
| Akumuluj  | 49,9          | Akumuluj                | 45,1                     | 03.12.2015 | -                  | 44,0 | 47 101,7 |
| Akumuluj  | 45,1          | -                       | -                        | 22.05.2015 | -                  | 40,8 | 56 689,0 |

## Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17:

|          |   |     |
|----------|---|-----|
| Kupuj    | 6 | 60% |
| Akumuluj | 3 | 30% |
| Trzymaj  | 0 | 0%  |
| Redukuj  | 1 | 10% |
| Sprzedaj | 0 | 0%  |

#### Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

#### System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
 Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
 Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
 Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka  
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:  
 Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
 Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
 Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
 Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
 Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**Nota prawna:**

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 01.03.2017 roku (09:35 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 06.03.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 01.03.2017 roku:

- **BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.**
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- **BDM wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji i wykonuje czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.**
- **W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.**
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- **BDM pełni funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.**
- **W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.**
- **BDM otrzymuje wynagrodzenie od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.**

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.