Dom Maklerski BDM S.A.

PCC ROKITA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 99,7 PLN

06 WRZESIEŃ 2017, 11:47 CEST

Wycena DCF [PLN]	111,9
Wycena porównawcza [PLN]	81,4
Wycena końcowa [PLN]	**99,7**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+10,2%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	90,5
Kapitalizacja [mln PLN]	1 796,7
Ilość akcji [mln. szt.]	19,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	95,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	78,9
Stopa zwrotu za 3 mc	4,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	39,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	35,5%
Struktura akcjonariatu*:	
PCC SE	89,4%
Pozostali	10,6%

*- liczba głosów na WZA

Bardzo mocna koniunktura w alkaliach, gdzie ceny sody kaustycznej notują zwyżki sięgające 20% r/r, przy poprawiającym się otoczeniu w poliuretanach (wzrost cen polioli przy tańszym propylenie), skłoniła nas do podniesienia założeń dla spółki na najbliższe lata. Jednocześnie zwracamy uwagę, że dotychczas spółka pozytywnie zaskakiwała nas wynikami finansowymi i wierzymy, że trend ten będzie kontynuowany. W rezultacie podnosimy cenę docelową dla spółki do 99,7 PLN/akcję i wydajemy rekomendację AKUMULUJ.

Wyniki za 2Q'17 okazały się lepsze od naszych oczekiwań o ok. 8% na poziomie EBITDA. Wszystkie segmenty, oprócz energetyki, pokazały lepsze wyniki. Nominalnie najbardziej zaskoczył segment chloropochodnych i pozostałych. Relatywnie wysoką dynamikę pokazał segment „inna działalność chemiczna".

Okres 3Q to sezonowo najsłabszy kwartał w biznesie spółki (postój remontowy elektrolizy). Niemniej Rokita powinna utrzymać ok. 20% r/r dynamikę wzrostu oczyszczonej EBITDA. Otoczenie biznesowe w głównych segmentach spółki jest bardzo mocne w ostatnich miesiącach. Ceny produktów rosną z dwucyfrową dynamiką i nic nie wskazuje, aby się to miało zmienić także w 4Q'17, który jest sezonowo najlepszy w roku.

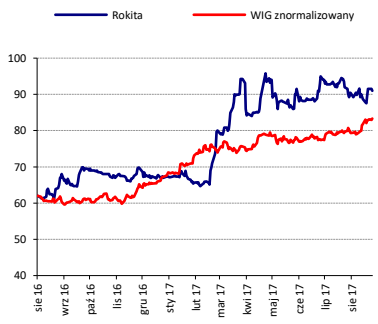
Ceny alkaliów znajdują się w wyraźnym trendzie wzrostowym. Silny popyt z przemysłu (głównie od producentów aluminium) przy ograniczonej podaży z Chin (efekt wyłączeń mocy produkcyjnych) przyczynił się do redukcji zapasów produktu do poziomów najniższych w historii. Od początku roku ceny wzrosły o 13% YTD. W sierpniu'17 wzrost cen sięgał 17% r/r. Nic nie wskazuje, żeby trend ten zmienił się w najbliższych miesiącach. Rynek powinien pozostać mocny także w 2018 roku wskutek wyłączeń mocy produkcyjnych w Europie (przez dyrektywę o emisjach przemysłowych z rynku wypadnie ok. 0,92 mln ton mocy chloru czyli ok. 8% ogółu zdolności).

Na lata 2017-2018 podwyższyliśmy założenia EBITDA o więcej niż 10%. Zmiany te wynikają zarówno z czynników zewnętrznych (bardzo dobre ceny alkaliów i polioli, korzystny kurs EUR/USD szczególnie w obszarze PUR), jak i wewnętrznych (ukończenie trzech linii produkcyjnych polioli, rozbudowa potencjału elektrolizy do 200 tys. ton NaOH a nie do 180 tys. ton jak zakładaliśmy wcześniej-efekty w 2019 roku). Z drugiej strony kluczowa inwestycja w VI ciąg poliolowy przesuwa się w czasie (brak wzmianki w raporcie spółki, zakładamy efektywnie od 2019 roku), co znajdzie odzwierciedlenie w niższym CAPEX 2017.

Zwracamy uwagę, że dotychczas spółka pozytywnie zaskakiwała wynikami (średnie zaskoczenie 12-15% EBITDA). Nawet z obecnie podwyższonymi założeniami, liczymy, że trend ten będzie kontynuowany.

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

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1 092,9	1 048,7	1 107,2	1 216,2	1 284,3	1 416,7
EBITDA adj. [mln PLN]	125,2	149,5	223,5	238,4	270,7	301,8
EBITDA [mln PLN]	125,2	153,1	292,7	238,4	270,7	301,8
EBIT [mln PLN]	81,0	101,3	234,3	177,9	205,5	234,3
Wynik netto [mln PLN]	71,2	84,8	202,7	149,3	171,2	196,5
P/BV	3,1	3,0	2,5	2,5	2,4	2,4
P/E	25,2	21,2	8,9	12,0	10,5	9,1
EV/EBITDA	16,3	13,7	7,2	9,2	8,4	7,5
EV/EBIT	23,9	19,8	8,4	11,5	10,3	9,0
DPS w okresie	3,5	3,5	4,5	7,6	7,5	8,6
DY	3,8%	3,9%	5,0%	8,4%	8,3%	9,5%



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości 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
Bardzo mocna koniunktura w alkaliach ... 3
Poprawa otoczenia w poliuretanach ... 4
Pozytywne zaskoczenia wynikowe ... 5
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA ... 6
WYCENA DCF ... 7
WYCENA PORÓWNAWCZA ... 11
WYNIKI 2Q'17 ... 12
PROGNOZY NA 3Q'17 I PERSPEKTYWY 2017/2018 ... 13
OTOCZENIE RYNKOWE ... 14
Alkalia ... 14
Koniec elektrolizy rtęciowej w Europie od 2018 roku- aktualizacja ... 15
Poliole ... 16
Notowania polioli a MDI/TDI ... 17
NAKŁADY INWESTYCYJNE- AKTUALIZACJA ... 18
Potencjalne nowe inwestycje po 2018 roku ... 19
STRUKTURA ZADŁUŻENIA ... 20
ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2017-2018 ... 21
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025 ... 22
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE ... 24

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 111,9 PLN. Natomiast wycena porównawcza do zachodnich konkurentów i polskich firm z branży chemicznej notowanych na GPW, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 77,6-85,2 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 99,7 PLN.

Podsumowanie wyceny

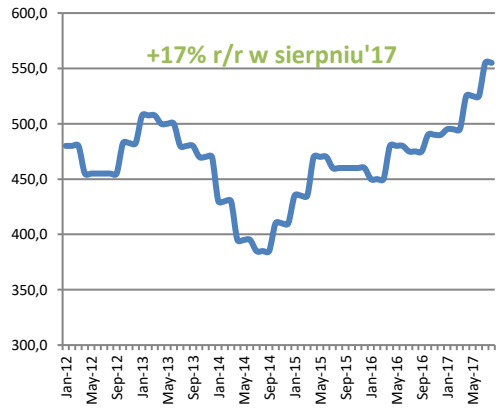
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	60%	111,9
Wycena metodą porównawczą [PLN]	40%	81,4
do spółek zagranicznych		*85,2*
do spółek polskich		*77,6*
Wycena spółki [PLN]	**99,7**	

Źródło: BDM S.A.

Bardzo mocna koniunktura w alkaliach

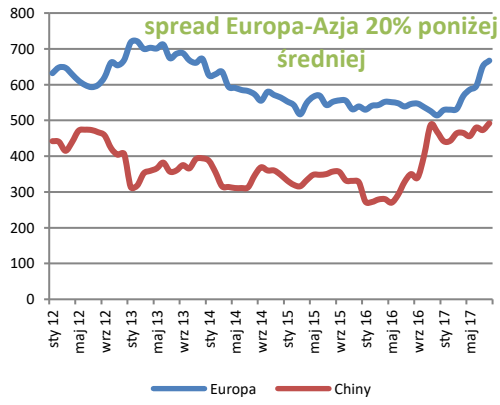
Ceny alkaliów (ługu sodowego/sody kaustycznej) znajdują się w wyraźnym trendzie wzrostowym. Silny popyt z przemysłu (głównie od producentówi) aluminium) przy ograniczonej podaży z Chin (efekt wyłączeń mocy produkcyjnych w związku z decyzjami środowiskowymi) przyczynił się do redukcji zapasów produktu w Europie do poziomów najniższych w historii. Od początku roku ceny wzrosły o 13% YTD. W sierpniu'17 wzrost cen sięgał 17% r/r (licząc w EUR). Nic nie wskazuje, żeby trend ten zmienił się w najbliższych miesiącach. Rynek powinien pozostać mocny także w 2018 roku przez wyłączenia mocy produkcyjnych w Europie (przez dyrektywę o emisjach przemysłowych z rynku wypadnie 0,92 mln ton mocy chloru czyli ok. 8% ogółu zdolności, i ok. 10% rocznej produkcji).

Ceny sody kaustycznej NWE [EUR/t]



Źródło: DM BDM

Ceny sody kaustycznej w Europie i w Chinach [USD/t/t]

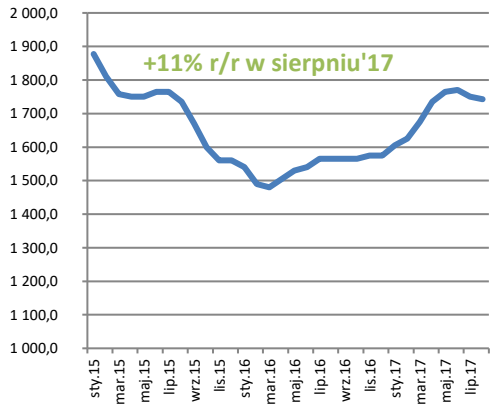


Źródło: DM BDM, Bloomberg

Poprawa otoczenia w poliuretanach

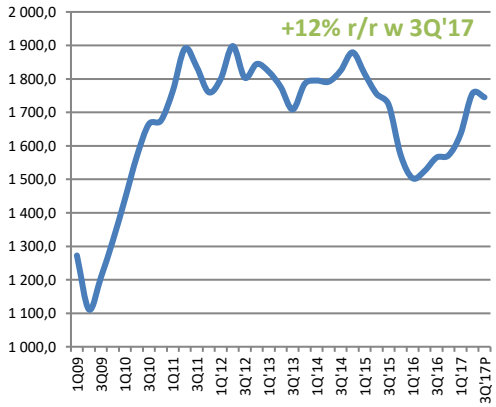
Notowania polioli w ostatnich miesiącach rosną mimo tańszego propylenu, co podnosi marże spółki. Obserwując dynamiczną zwyżkę MDI/TDI, kluczowych obok polioli składników pianek PUR, nic nie wskazuje, aby trend ten zmienił się w najbliższym okresie.

Ceny polioli do pianek elastycznych [EUR/t]



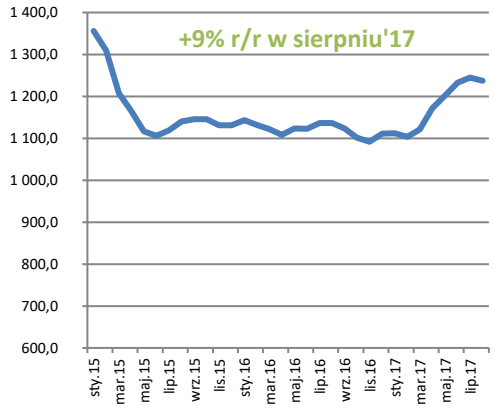
Źródło: BDM S.A.

Ceny polioli do pianek elastycznych [EUR/t]



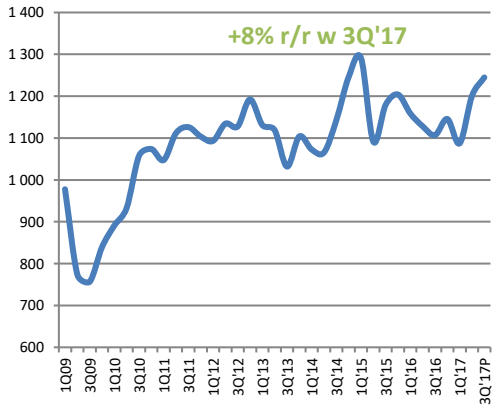
Źródło: BDM S.A.

Marża poliol-0,64*propylen [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża poliol-0,64*propylen [EUR/t]

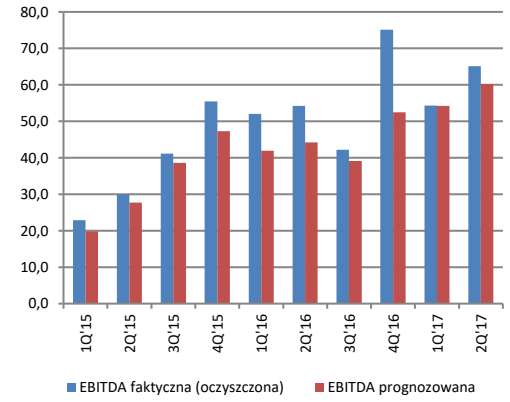


Źródło: BDM S.A., spółki

Pozytywne zaskoczenia wynikowe

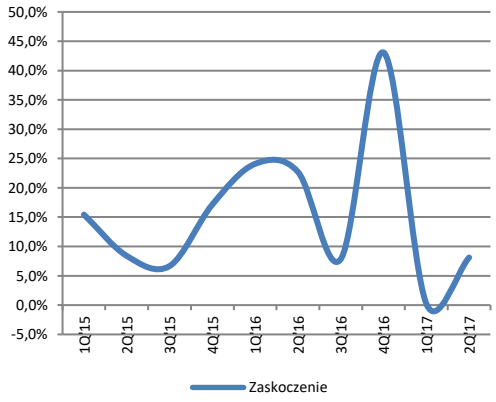
Dotychczas spółka nie rozczarowała nas wynikami. Mimo systematycznie podnoszonych założeń kolejne raporty okresowe spółki przeglądaliśmy z dużym zadowoleniem. Średnie zaskoczenie EBITDA w okresie 2015-2017 wyniosło 12-15%. Wierzymy, że trend ten będzie kontynuowany.

EBITDA raportowana vs oczekiwana [mln PLN]



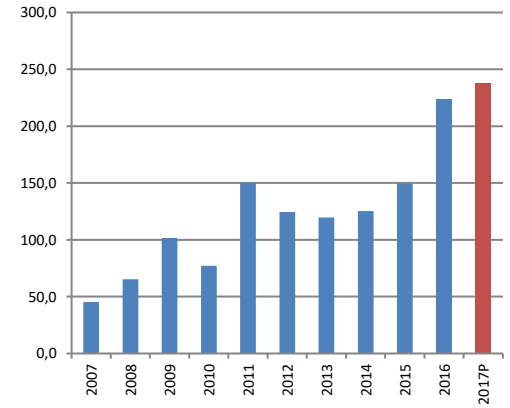
Źródło: BDM S.A., spółka

Zaskoczenie wynikowe EBITDA



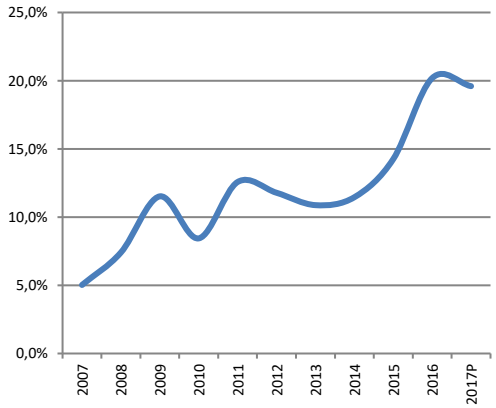
Źródło: BDM S.A., spółka

Oczyszczona EBITDA spółki 2007-2017P [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Oczyszczona marża EBITDA spółki 2007-2017P



Źródło: BDM S.A., spółka

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 (porty ARA) utrzymują się na wysokich poziomach powyżej 80 USD/t (+35% r/r). Polskie indeksy PSCMI wzrosły w 2Q'17 o 5-20% r/r.

  Oparty na węglu krajowy sektor energetyczny będzie stopniowo obciążany kosztami uprawnień emisyjnych CO2, a zakłady energetyczne zmuszone są do ponoszenia kolejnych nakładów inwestycyjnych na modernizacje jednostek wytwórczych i przesyłowych.

  Szacujemy, że energia elektryczna stanowiła w 2016 roku ok 10% kosztów ogółem spółki, a węgiel energetyczny ok. 2%. W 2018 roku oczekujemy przynajmniej 10% r/r wzrostu cenników węgla i energii. Spółka ma przyjemniej połowę wolumenu energii zabezpieczona na 2018 rok.

- **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 2010-2017 wyniosła blisko 550 mln PLN, czyli ok. 30% kapitalizacji spółki. 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 rodzic 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 to taniej 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-zewnętrza dostawa) jest Lyondell. Jedynym dostawcą tlenku etylenu (ok. 7% kosztów spółki) jest PCC Exol, spółka z grupy PCC (kupuje surowiec dla wszystkich spółek z grupy). Rokita posiada własną instalację tlenku propylenu, ale pokrywa ona ok. 70% zapotrzebowania na surowiec.

- **Ryzyko 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 1,1 na 1,2 pozytywnie wpłynął na marże spółki.

- **Ryzyko korporacyjne, niski free float**

  Głównym akcjonariuszem spółki (84,2%) jest PCC SE z siedzibą w Duisburgu. Spółka matka jest mocno zadłużona (DN/EBITDA 2016 powyżej 7x), 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. 550 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 długu 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 efekt będzie mniejszy, choć większy niż zakładaliśmy poprzednio.

  Spółka w ostatnich raportach okresowych informuje o wzroście mocy elektrolizy ze 168 do 200 tys. ton rocznie NaOH. Oczekujemy, że dojście będzie stopniowe o 7%w 2018 roku i kolejne 11% w 2019 roku. Nie zakładamy dalszego wzrostu mocy (spółka wspomina o 230 tys. ton). W 2017 roku zdolności wzrosły o 5%.

  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) wpłyną na wolumeny efektywnie od 2018 roku. Nowy, VI ciąg polioli polieterowych odkłada się w czasie. Spółka nie wspomina o nim w swoich raportach. Oczekujemy, że powstanie do 2019 roku (poprzednio uwzględnialiśmy tą inwestycję na 2018 rok).

  W fosforopochodnych spółka zamierza zbudować instalację, która zwiększy sprzedaż o ponad 30%. Natomiast najpierw powstanie instalacja pilotażowa. Szacujemy, że duża instalacja powstanie w 2019 roku (poprzednio uwzględniliśmy ją na 2018 rok).

  W energetyce spółka wspomina o zakończonej inwestycji w turbinę przeciwprężną, co obniży koszty produkcji własnej energii o ok. 3 mln PLN rocznie.

- **Ceny produktów i surowców**

  Zaktualizowaliśmy ceny kluczowych produktów do września'17. Widzimy dwucyfrowe wzrosty cen polioli i sody kaustycznej. Nic nie wskazuje, aby trend ten miał się w najbliższym okresie zmienić.

- **Kursy walut**

  Kursy walutowe przyjmujemy zgodnie z aktualną krzywa kontraktów terminowych. Skutkuje to podniesieniem założeń dla EUR/USD w latach 2017-2018 o ok. 7-12% (1,22-1,25 EUR/USD), co pozytywnie wpływa na marże spółki, szczególnie w obszarze polioli.

- **Teoretyczne marże**

  W skutek aktualizacji cen produktów/surowców/kursów walut wzrosły teoretyczne marże szczególnie w poliolach (duży efekt kursowy).

- **CAPEX i inwestycje kapitałowe**

  CAPEX został szczegółowo przedstawiony w osobnym rozdziale. W latach 2016-2018 spółka oczekuje ok. 440 mln PLN i jest to zbieżne z naszymi założeniami.

  CAPEX nie zmienił się wobec naszych oczekiwań z poprzedniego raportu. Część projektów jak VI ciąg poliolowy czy instalacja fosforanów zostały przesunięte na 2018/2019 rok. Skutkowało to obniżeniem założeń CAPEX na 2017 rok i podwyższenie na 2018.

  Część projektów (np. rozbudowa elektrolizy) ma większe efekty niż pierwotnie zakładaliśmy (200 tys. ton NaOH mocy vs 180 tys. ton zakładane wcześniej).

- **Koszty uprawnień do emisji CO2**

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

- **Dywidenda**

  Dywidenda z zysku za 2016 rok była rekordowa i sięgnęła 150 mln PLN (DPS 7,56 PLN).

  Od 2010 spółka regularnie wypłaca dywidendy (blisko 550 mln PLN), a stopa wypłaty to z reguły 100% osiągniętego zysku. Wobec dużych potrzeb kapitałowych właściciela oczekujemy utrzymania tej polityki w kolejnych latach, co w 2018 roku będzie skutkować porównywalną dywidendą r/r.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie ok. 10% (SSE do 2026 roku). W latach 2007-2016 średnia stopa procentowa kształtowała się na poziomie 7,8%, a w 2011-2016 zaledwie 5,8%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 19 853 tys. akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 1% (bez zmian).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 6 września 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,2 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 111,9 PLN.

Model DCF

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 107,2	1 216,2	1 284,3	1 416,7	1 433,7	1 434,3	1 447,4	1 460,5	1 470,8	1 473,6	1 476,3
EBIT [mln PLN]	234,3	177,9	205,5	234,3	236,1	232,3	235,4	238,1	240,4	241,5	240,9
Stopa podatkowa	8,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	20,8	17,8	20,6	23,4	23,6	23,2	23,5	23,8	24,0	24,1	24,1
NOPLAT [mln PLN]	213,5	160,1	185,0	210,9	212,5	209,1	211,9	214,3	216,4	217,3	216,8
Amortyzacja [mln PLN]	58,4	60,5	65,1	67,5	68,0	68,4	68,8	69,2	69,6	69,9	70,2
CAPEX [mln PLN]	-122,5	-165,0	-156,0	-72,2	-72,4	-71,9	-71,8	-71,7	-71,6	-71,2	-70,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	13,1	-6,9	-2,3	-4,5	-0,6	0,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1
FCF [mln PLN]	162,5	48,6	91,8	201,8	207,5	205,5	208,5	211,3	214,0	216,0	216,1
DFCF [mln PLN]	-	47,5	83,3	169,8	162,1	149,1	140,3	132,0	124,1	116,2	107,9
Suma DFCF [mln PLN]		1 232,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]		2 911,3	*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*					*1,0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 454,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]		2 686,4									
Dług netto* [mln PLN]		463,9									
Wartość kapitału [mln PLN]		**2 222,5**									
Ilość akcji [mln szt.]		19,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		**111,9**									
Przychody zmiana r/r		9,8%	5,6%	10,3%	1,2%	0,0%	0,9%	0,9%	0,7%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r		-24,1%	15,5%	14,0%	0,8%	-1,6%	1,4%	1,1%	1,0%	0,4%	-0,3%
FCF zmiana r/r		-70,1%	88,8%	119,7%	2,8%	-0,9%	1,4%	1,4%	1,3%	0,9%	0,0%
Marża EBITDA		19,6%	21,1%	21,3%	21,2%	21,0%	21,0%	21,0%	21,1%	21,1%	21,1%
Marża EBIT		14,6%	16,0%	16,5%	16,5%	16,2%	16,3%	16,3%	16,3%	16,4%	16,3%
Marża NOPLAT		13,2%	14,4%	14,9%	14,8%	14,6%	14,6%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
CAPEX / Przychody		13,6%	12,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%
CAPEX / Amortyzacja		272,7%	239,5%	106,9%	106,5%	105,1%	104,4%	103,7%	102,9%	101,8%	100,8%
Zmiana KO / Przychody		0,6%	0,2%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów		6,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%

*Źródło: BDM S.A. *- uwzględnia wypłatę dywidendy z zysku za 2016 w kwocie 150 mln PLN.*

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	67,2%	67,8%	68,7%	68,8%	68,7%	68,8%	68,9%	69,0%	69,0%	69,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Udział kapitału obcego	32,8%	32,2%	31,3%	31,2%	31,3%	31,2%	31,1%	31,0%	31,0%	31,0%
WACC	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	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								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	95,2	102,0	110,5	121,5	136,4	157,6	190,3	247,1	370,3
	0,8	90,8	96,9	104,5	114,3	127,3	145,5	172,6	217,5	306,0
	0,9	86,7	92,2	99,1	107,8	119,2	134,9	157,7	193,8	260,2
	1,0	82,9	87,9	94,1	101,9	111,9	125,5	144,9	174,5	225,8
	1,1	79,3	83,8	89,4	96,4	105,4	117,3	133,8	158,5	199,1
	1,2	75,9	80,1	85,1	91,4	99,4	109,8	124,1	144,9	177,7
	1,3	72,7	76,5	81,1	86,8	93,9	103,2	115,6	133,2	160,2

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	99,9	107,4	117,0	129,5	146,6	171,7	211,6	285,3	467,0
	4,0%	90,8	96,9	104,5	114,3	127,3	145,5	172,6	217,5	306,0
	5,0%	82,9	87,9	94,1	101,9	111,9	125,5	144,9	174,5	225,8
	6,0%	75,9	80,1	85,1	91,4	99,4	109,8	124,1	144,9	177,7
	7,0%	69,7	73,2	77,4	82,6	89,0	97,1	108,0	123,1	145,6
	8,0%	64,2	67,2	70,7	74,9	80,1	86,7	95,1	106,5	122,6
	9,0%	59,3	61,8	64,8	68,3	72,6	77,9	84,6	93,3	105,3

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	168,8	160,8	153,4	146,6	140,3	134,5	129,1	124,0	119,2
	4,0%	151,1	142,4	134,5	127,3	120,8	114,8	109,2	104,1	99,4
	5,0%	136,4	127,3	119,2	111,9	105,4	99,4	93,9	89,0	84,4
	6,0%	124,0	114,8	106,6	99,4	92,9	87,1	81,8	77,0	72,6
	7,0%	113,3	104,1	96,1	89,0	82,6	77,0	71,9	67,3	63,1
	8,0%	104,1	95,0	87,1	80,1	74,0	68,5	63,7	59,3	55,3
	9,0%	96,1	87,1	79,3	72,6	66,7	61,4	56,7	52,5	48,7

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 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 5 września 2017 roku.

Porównując wyniki PCC Rokita ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,6 mld PLN, co odpowiada 81,4 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 90,5 PLN (bieżąca cena rynkowa) PCC Rokita handlowana jest z dyskontem względem mnożnika P/E i z premią wobec EV/EBITDA. Niemniej premia ta znajduje uzasadnienie w związku z wypłatą hojnych dywidend (DY 8- 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		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
BASF	14,2	14,0	13,3	7,7	7,4	6,9	12,2	11,5	10,7
COVESTRO*	9,5	11,7	11,5	5,1	5,5	5,3	6,6	7,6	7,2
EVONIK INDUSTRIES	14,6	13,5	12,7	7,0	6,7	6,4	11,1	10,4	9,8
SOLVAY	14,9	14,1	12,8	6,6	6,6	6,1	10,6	10,1	9,1
HUNTSMAN	11,9	11,4	9,4	7,0	6,2	5,2	10,2	10,6	10,4
ARKEMA	13,3	12,3	11,1	6,2	5,8	5,4	9,6	8,8	8,1
Mediana	13,7	12,9	12,1	6,8	6,4	5,7	10,4	10,3	9,5
PCC ROKITA	12,0	10,5	9,1	9,2	8,4	7,5	12,4	11,1	9,6
Premia/dyskonto do spółki	-12,5%	-18,5%	-24,5%	35,7%	30,7%	30,7%	18,7%	7,8%	1,8%
Wycena wg wskaźnika	103,4	111,1	119,8	61,3	63,6	63,8	73,0	82,2	88,5
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		**111,4**			**62,9**			**81,2**	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	**85,2**								

*Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 05.09.2017. * -spółka wydzielona z Bayer.*

Wycena porównawcza do spółek polskich

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
CIECH	9,0	11,9	12,3	5,5	6,7	6,6	7,9	10,8	10,9
GRUPA AZOTY	12,5	11,4	9,1	5,7	5,0	4,2	10,8	9,4	7,4
ZA PUŁAWY	12,8	11,4	11,0	5,5	5,0	4,8	9,0	8,0	7,7
ZCH POLICE	10,8	11,1	9,7	6,6	6,6	5,8	10,1	10,4	8,8
SYNTHOS	12,2	11,7	9,6	9,4	8,4	7,5	12,9	11,4	9,9
Mediana	12,2	11,4	9,7	5,7	6,6	5,8	10,1	10,4	8,8
PCC ROKITA	12,0	10,5	9,1	9,2	8,4	7,5	12,4	11,1	9,6
Premia/dyskonto do spółki	-1,5%	-7,7%	-5,8%	62,5%	28,0%	29,4%	22,6%	6,5%	9,5%
Wycena wg wskaźnika	91,9	98,0	96,1	47,8	65,4	64,7	70,0	83,5	80,6
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		**95,3**			**59,3**			**78,1**	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	**77,6**								

Źródło: BDM S.A., wg cen z 05.09.2017.

WYNIKI 2Q'17

Wyniki za 2Q'17 okazały się nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań (+8% EBITDA vs oczek.). CFO wyniósł 66,5 mln PLN (62 mln PLN w 2Q'16), CAPEX 41,8 mln PLN (26,1 mln PLN w 2Q'16). W 2Q'17 spółka wypłaciła rekordową w historii dywidendę na poziomie 150,1 mln PLN (7,56 PLN/akcję), przez co dług netto wzrósł z 320 mln PLN do 435,6 mln PLN.

Wszystkie segmenty, oprócz energetyki, pokazały lepsze wyniki od naszych oczekiwań. Nominalnie najbardziej zaskoczył segment chloropochodnych i pozostałych. Relatywnie wysoką dynamikę pokazał segment inna działalność chemiczna. Wyniki najmniejszego segmentu chemicznego półki są raczej niepowtarzalne w kolejnych okresach (możliwe spadki cen produktów fosforowych o 20-30% w 2H'17-spółka).

Segment Poliuretany:

Przychody +19% r/r, EBITDA +18,6% r/r (+4,6% vs oczek.), wolumeny +4,6% r/r

Segment wypracował lepsze wyniki r/r i od oczekiwań dzięki wolumenowi sprzedaży i wyższym cenom sprzedaży polioli, a także korzystniejszemu mixowi (wzrost produktów specjalistycznych o 7% r/r). Na wolumen sprzedaży produktów „commodity" negatywny wpływ wciąż miała ograniczona dostępność TDI, głównego surowca oprócz polioli do produkcji pianek PUR. Spółka przewiduje, że wspomniane ograniczenia mogą utrzymać się do końca 2017 roku. Brak informacji, czy w 2018 roku trend ten ulegnie zmianie.

Segment Chloropochodne:

Przychody +20% r/r, EBITDA +58,6% r/r (+7,2% vs oczek.), wolumeny +10,2% r/r

Segment pozostał motorem napędowym wyników grupy. Lepszy wynik to efekt wolumenów sprzedaży i cen sody kaustycznej/ługu sodowego. Wzrosty cen sody kaustycznej wynikają z ograniczonej podaży z Chin, gdzie konkurencja doznaje regulowanych wyłączeń mocy produkcyjnych z powodów środowiskowych. Wg spółki trend ten powinien się utrzymać w kolejnych miesiącach. W przypadku ługu sodowego Spolana uzyskała do końca listopada'17 zgodę na produkcję. Jej obecność na rynku może negatywnie wpływać na ceny do tego okresu. Producent ten nie przechodzi konwersji na elektrolizę membranową (zakaz elektrolizy rtęciowej w Europie od 2018 roku).

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	2Q'17P BDM	różnica	1H'16	1H'17	zmiana r/r
Przychody	267,4	325,3	21,6%	296,4	9,7%	549,0	629,0	14,6%
Wynik brutto na sprzedaży	76,5	91,2	19,1%	85,7	6,4%	150,0	173,1	15,4%
EBITDA	54,2	65,1	20,0%	60,2	8,2%	106,2	119,4	12,4%
Poliuretany	14,8	17,3	17,6%	16,6	4,6%	31,4	27,5	-12,1%
Chloropochodne	22,2	35,2	58,6%	32,9	7,2%	45,1	62,8	39,3%
Inna dział. chemiczna	1,0	2,3	130,0%	1,3	75,2%	2,0	3,9	95,1%
Energetyka	8,0	6,0	-25,5%	6,5	-7,4%	16,4	16,2	-1,5%
Pozostałe	9,9	5,1	-48,1%	2,6	98,5%	11,6	8,7	-24,7%
EBIT	39,6	49,2	24,1%	45,4	8,3%	77,1	89,3	15,9%
Zysk brutto	37,0	43,6	17,8%	42,3	2,9%	69,3	80,8	16,6%
Zysk netto	35,6	41,5	16,6%	38,1	8,9%	65,3	75,2	15,1%
Marża zysku brutto	28,6%	28,0%		28,9%		27,3%	27,5%	
Marża EBITDA	20,3%	20,0%		20,3%		19,3%	19,0%	
Marża EBIT	14,8%	15,1%		15,3%		14,0%	14,2%	
Marża netto	13,3%	12,8%		12,9%		11,9%	12,0%	
P/E 12m		8,45						
EV/EBITDA12m		7,30						
EV/EBITDA adj. 12m		9,43						

Źródło: DM BDM, spółka

PROGNOZY NA 3Q'17 I PERSPEKTYWY 2017/2018

Okres 3Q to sezonowo najsłabszy kwartał w biznesie spółki. W tym roku postój remontowy instalacji elektrolizy mógł być dłuższy z uwagi na inwestycje w kolejny elektrolizer (efektywnie od 1Q'18). Liczymy się więc ze spadkiem wolumenu sprzedaży alkaliów (-2% r/r) natomiast powinien on zostać z nawiązką zrekompensowany doskonałymi warunkami cenowymi produktów. Notowania sody kaustycznej wzrosły w 3Q'17 o 14-17% r/r w USD (+6% q/q). Tym samym EBITDA chloropochodnych powinna być wyższa r/r (szacujemy ok. 22 mln PLN vs 19 mln PLN przed rokiem i 35 mln PLN w 2Q'17)

W poliolach cenny utrzymały się na poziomie 2Q'17, co oznacza ich wzrost o 12% r/r (w EUR). Przy niższych kosztach propylenu (-10% q/q, +9% r/r) powinno to zwiększyć wypracowaną marżę. Baza wynikowa jest b. niska, także jeśli weźmiemy pod uwagę wolumeny sprzedaży. Liczymy na ok. 19 mln PLN EBITDA wobec 11 mln PLN w 3Q'16 i 17 mln PLN w 2Q'17.

W pozostałych segmentach nie oczekujemy większych zmian. Wciąż dobry wynik powinien pokazać s. inna dział. chemiczna (fosforopochodne) ale skala tego biznesu jest niska, a wynik będzie gorszy q/q (1,5 mln PLN EBITDA vs 2,3 mln PLN w 2Q'17). W energetyce wynik powinien być lepszy r/r. Spółka nie odczuwa jeszcze rynkowych cen węgla (zakładamy w 2018 +10% r/r),

Reasumując, 3Q'17 powinien być najsłabszy w roku ale z utrzymana dynamiką wzrostu oczyszczonej EBITDA ok. 20%. Otoczenie biznesowe w głównych segmentach spółki jest bardzo mocne w ostatnich miesiącach i nic nie wskazuje, aby się to miało zmienić także w 4Q'17, który jest sezonowo najlepszym okresem dla grupy.

Prognozy wyników na 3Q'2017 [mln PLN]

	3Q'16	3Q'17P	zmiana r/r	2016	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
Przychody	265,4	279,2	5,2%	1 107,2	1 216,2	9,8%	1 284,3	5,6%
Wynik brutto na sprzedaży	62,3	73,6	18,1%	311,0	339,1	9,0%	375,1	10,6%
EBITDA	47,5	51,0	7,4%	292,7	238,4	-18,6%	270,7	13,6%
EBITDA adj.	42,2	51,0	20,9%	223,5	238,4	6,6%	270,7	13,6%
EBIT	32,7	35,8	9,2%	234,3	177,9	-24,1%	205,5	15,5%
Zysk brutto	32,3	32,7	1,1%	222,5	163,2	-26,7%	190,2	16,6%
Zysk netto	30,5	29,4	-3,5%	202,7	149,3	-26,3%	171,2	14,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	23,5%	26,4%		28,1%	27,9%		29,2%	
Marża EBITDA adj.	15,9%	18,3%		20,2%	19,6%		21,1%	
Marża EBIT	15,9%	18,3%		20,2%	19,6%		21,1%	
Marża zysku netto	11,5%	10,5%		18,3%	12,3%		13,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Perspektywy na 2017 rok [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	2016	2017P	2018P
Przychody	253,8	247,1	277,9	269,9	281,6	267,4	265,4	292,8	303,7	325,3	279,2	307,9	1 107,2	1 216,2	1 284,3
Zysk brutto ze sprzedaży	44,2	47,8	60,9	73,4	73,5	76,5	62,3	98,8	82,0	91,2	73,6	92,3	311,0	339,1	375,1
EBITDA adj.	22,9	30,0	41,2	55,4	52,0	54,2	42,2	75,1	54,3	65,1	51,0	68,0	223,5	238,4	270,7
EBITDA	22,9	30,0	41,2	59,0	52,0	54,2	47,5	139,0	54,3	65,1	51,0	68,0	292,7	238,4	270,7
Chloropochodne	*-7,7*	*5,1*	*14,9*	*26,5*	*22,9*	*22,2*	*18,7*	*43,7*	*27,6*	*35,2*	*21,9*	*24,8*	107,5	109,5	*131,5*
Poliuretany	*23,3*	*13,8*	*11,0*	*12,7*	*16,6*	*14,8*	*11,3*	*13,8*	*10,2*	*17,3*	*19,2*	*23,7*	56,5	70,4	*77,2*
Inna dział. chemiczna	*-0,1*	*2,0*	*2,3*	*1,7*	*1,0*	*1,0*	*1,0*	*2,5*	*1,6*	*2,3*	*1,6*	*2,3*	5,4	7,8	*7,6*
Energetyka	*6,8*	*5,8*	*5,6*	*7,6*	*8,4*	*8,0*	*4,4*	*15,4*	*10,2*	*6,0*	*5,0*	*12,6*	36,2	33,8	*34,1*
Pozostałe	*0,5*	*3,2*	*7,5*	*10,6*	*3,1*	*8,2*	*12,2*	*63,6*	*4,7*	*4,3*	*3,4*	*4,6*	87,1	16,9	*20,3*
EBIT	10,9	17,9	28,6	43,9	37,5	39,6	32,7	124,4	40,1	49,2	35,8	52,8	234,3	177,9	205,5
Zysk brutto	7,1	15,9	26,7	41,5	32,3	37,0	32,3	120,8	37,3	43,6	32,7	49,7	222,5	163,2	190,2
Zysk netto	4,9	14,2	25,9	39,7	29,7	35,6	30,5	106,9	33,7	41,5	29,4	44,7	202,7	149,3	171,2
Marża zysku brutto	17,4%	19,3%	21,9%	27,2%	26,1%	28,6%	23,5%	33,7%	27,0%	28,0%	26,4%	30,0%	28,1%	27,9%	29,2%
Marża EBITDA	9,0%	12,1%	14,8%	20,5%	18,5%	20,3%	15,9%	25,7%	17,9%	20,0%	18,3%	22,1%	20,2%	19,6%	21,1%
Chloropochodne	*9,0%*	*12,1%*	*14,8%*	*21,9%*	*18,5%*	*20,3%*	*17,9%*	*47,5%*	*17,9%*	*20,0%*	*18,3%*	*22,1%*	*26,4%*	*19,6%*	*21,1%*
Poliuretany	*-8,2%*	*4,9%*	*10,9%*	*19,4%*	*16,0%*	*15,6%*	*12,4%*	*33,5%*	*17,4%*	*20,7%*	*14,5%*	*13,6%*	*19,0%*	*16,5%*	*17,9%*
Inna dział. chemiczna	*15,6%*	*9,7%*	*7,3%*	*9,3%*	*11,5%*	*10,8%*	*8,3%*	*8,6%*	*6,7%*	*10,3%*	*12,0%*	*15,0%*	*9,8%*	*11,1%*	*11,4%*
Energetyka	*-0,4%*	*7,6%*	*8,9%*	*7,5%*	*4,6%*	*5,7%*	*4,7%*	*8,7%*	*6,4%*	*9,3%*	*6,9%*	*9,0%*	*6,2%*	*7,9%*	*7,8%*
Pozostałe	*32,4%*	*30,7%*	*30,1%*	*29,7%*	*29,5%*	*34,8%*	*24,2%*	*56,0%*	*35,4%*	*25,5%*	*27,4%*	*46,6%*	*37,3%*	*34,6%*	*32,8%*
Marża EBIT	*1,2%*	*9,2%*	*15,7%*	*40,3%*	*3,3%*	*18,1%*	*34,2%*	*93,8%*	*6,7%*	*13,3%*	*12,8%*	*17,2%*	*46,9%*	*11,5%*	*17,5%*
Marża netto	4,3%	7,3%	10,3%	16,3%	13,3%	14,8%	12,3%	42,5%	13,2%	15,1%	12,8%	17,1%	21,2%	14,6%	16,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

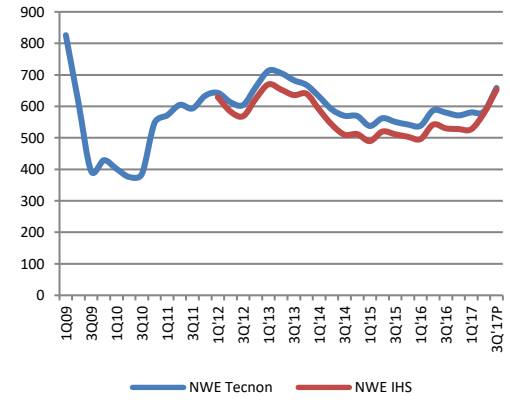
OTOCZENIE RYNKOWE

Otoczenie biznesowe dla spółki jest bardzo dobre w ostatnich kwartałach w obydwóch segmentach, a spółka nie miała problemów z plasowaniem wolumenów sprzedaży i w pełni wykorzystywała zdolności produkcyjne.

Alkalia

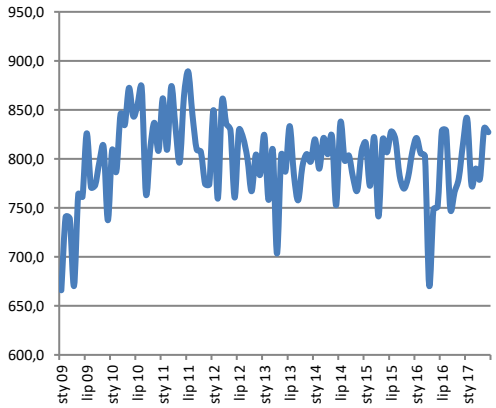
Otoczenie w alkaliach jest bardzo dobre w ostatnich kwartałach. Składa się na nie bardzo dobry popyt z sektora przemysłowego (gł. produkcja aluminium) przy ograniczonej podaży z Chin (efekt decyzji środowiskowych i włączeń mocy produkcyjnych) i Europy (przygotowanie do wejścia w życie dyrektywy BAT z początkiem roku). Zapasy sody są rekordowo niskie, co sprzyja wprowadzaniu kolejnych podwyżek. Obecnie ceny są najwyższe od 2013 roku (+14% r/r).

Ceny sody kaustycznej [USD/t]



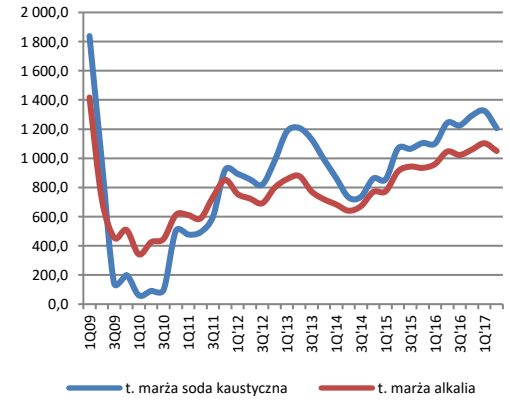
Źródło: DM BDM, Bloomberg

Produkcja chloru w Europie [tys. ton]



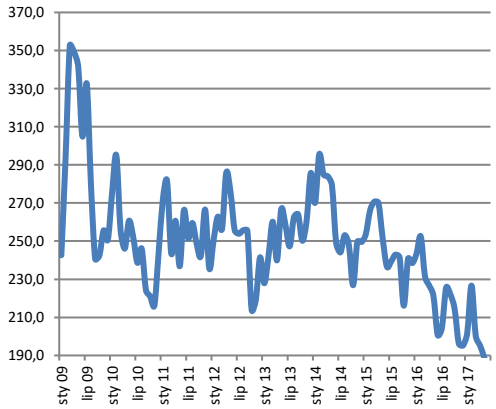
Źródło: DM BDM, Eurochlor

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- aktualizacja

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 technologie 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 zamknięcia elektrolizy rtęciowej w Europie

Firma	Fabryka	Zdolności 2015*
Spolana (Anwil)	Neratovice (CZK)	135
Akzo Noble/Evonik**	Ibbenburen (Niem.)	43
Evonik	Lulsdorf (Niem.)	137
Elnosa	Ponteverda (Hiszp.)	34
Ercros	Flix (Hiszp.)	78
Ercros	Vilaseca (Hiszp.)	135
Inovyn	Runcorn (UK)	277
Arkema**	Jarrie (Fra.)	80
Inovyn	Martorell (Hiszp.)	217
RAZEM		**919**
% elektrolizy rtęciowej		**38,2%**
% rynku do zamknięcia		**7,6%**

*Źródło: BDM S.A. Eurochlor lipiec 2017. *- zdolności w tys. ton. **- zmiana netto (po uwzględnieniu rozbudowy/konwersji).*

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 ma przejść konwersję na elektrolizę membranową.

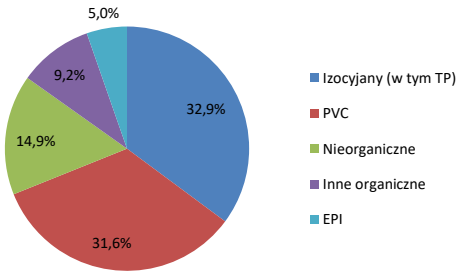
Wg informacji Eurochlor z lipca'17 zamknięte ma zostać 919 tys. ton mocy chloru w technologii rtęciowej czyli 38% ogółu instalacji rtęciowych i ok. 8% całkowitych, europejskich zdolności (2% światowych).

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

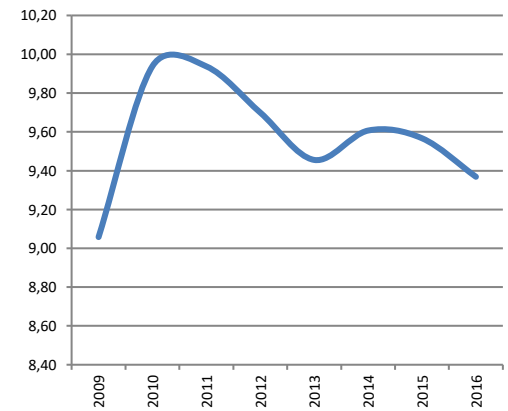
*Źródło: BDM S.A. BAT chloro-alkalia, MŚ 2005 rok. *-dane Eurochlor*

Zastosowanie chloru w Europie (2015)



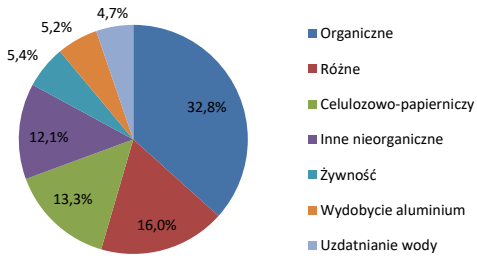
Źródło: BDM S.A. Eurochlor. TP- tlenek propylenu

Produkcja chloru w Europie [mln ton]



Źródło: BDM S.A. Eurochlor

Zastosowanie sody kaustycznej w Europie (2015)

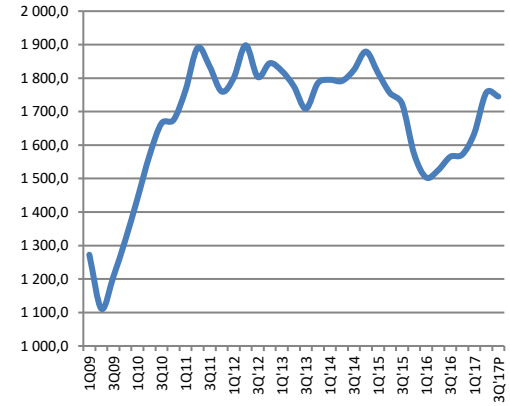


Źródło: BDM S.A. Eurochlor

Poliole

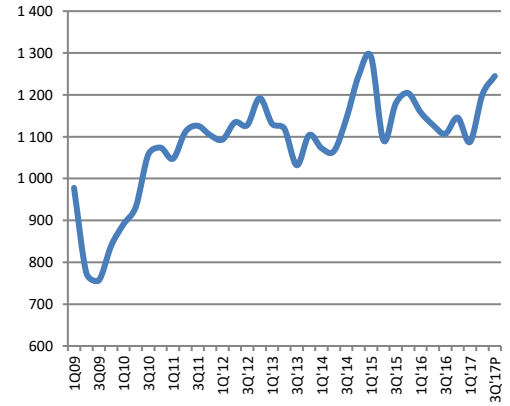
Otoczenie biznesowe w poliolach było bardzo dobre w 4Q'14/1Q'15, co pomogło zniwelować utratę marży w alkaliach przez postój technologiczny na elektrolizie. Wiązało się to ze spadkiem produkcji polioli po awarii w Shell. Po kilku kwartałach spadku cen obecnie wróciły one do poziomów z 2011-2014 roku mimo tańszego propylenu (efekt bardzo wysokiego popytu i cen MDI/TDI). W 3Q'17 notowania podstawowych polioli zyskują ok. 12% r/r.

Ceny polioli [EUR/t]



Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Marża poliol-0,64*propylen [EUR/t]



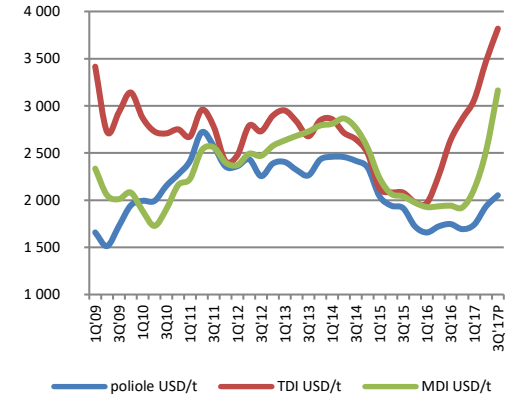
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Notowania polioli a MDI/TDI

Wzrosty cen MDI/TDI, kluczowych obok polioli surowców do produkcji sztywnych/elastycznych pianek poliuretanowych, rosną w 3Q'17 o 50/40% r/r i są najwyższe od 2007/2008 roku. Jest to efekt wysokiego popytu z branży budowlanej/meblarskiej przy ograniczonej podaży. W związku z awarią w BASF w 2015/2016 i problemami z uruchomieniem nowych mocy produkcyjnych na rynku brakuje surowców. Ocenia się, że sytuacja taka potrwa co najmniej do końca 2017 roku. Notowania polioli w 3Q'17 rosną o ok. 12% r/r.

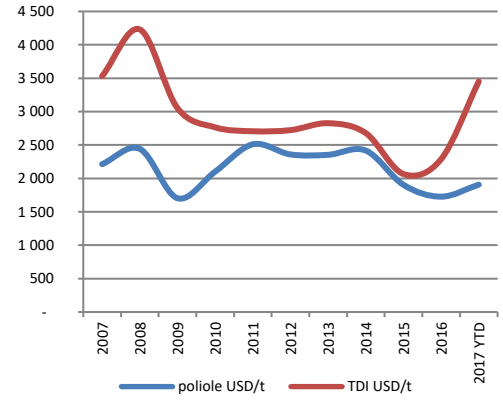
Dzięki bardzo wysokim cenom MDI/TDI marża EBITDA segmentu poliuretany (obejmuje jeszcze poliole) jednego z największych na świecie producentów Covestro sięga 30%. W PCC Rokita wynosi ok. 10%.

Ceny polioli, TDI i MDI [USD/t]



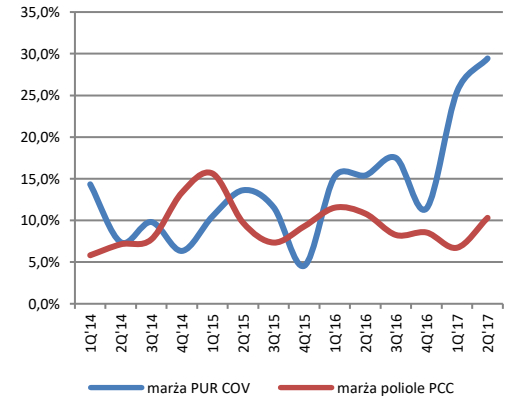
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Ceny polioli i TDI [USD/t]- długoterminowe



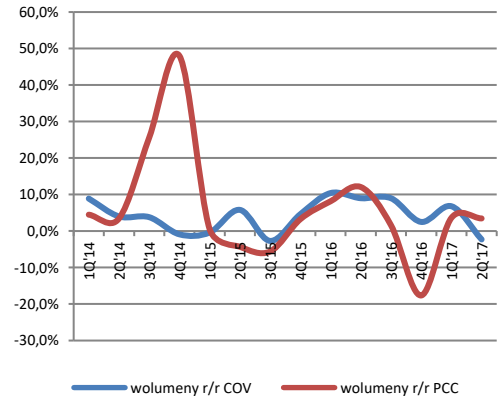
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Marża EBITDA segmentu PUR PCC Rokita i Covestro



Źródło: DM BDM, spółki

Dynamika wolumenów sprzedaży poliuretanów [r/r]



Źródło: DM BDM, spółki

NAKŁADY INWESTYCYJNE- AKTUALIZACJA

W latach 2009-2016 spółka wydała na inwestycje blisko 900 mln PLN (średnio 130 mln PLN rocznie), a inwestycje dotyczyły głównie elektrolizy membranowej (łącznie 2 etapy ok. 270 mln PLN), IV ciągu poliolowego (ok. 60 mln PLN) i rozbudowy mocy własnej instalacji tlenku propylenu (ok. 50 mln PLN).

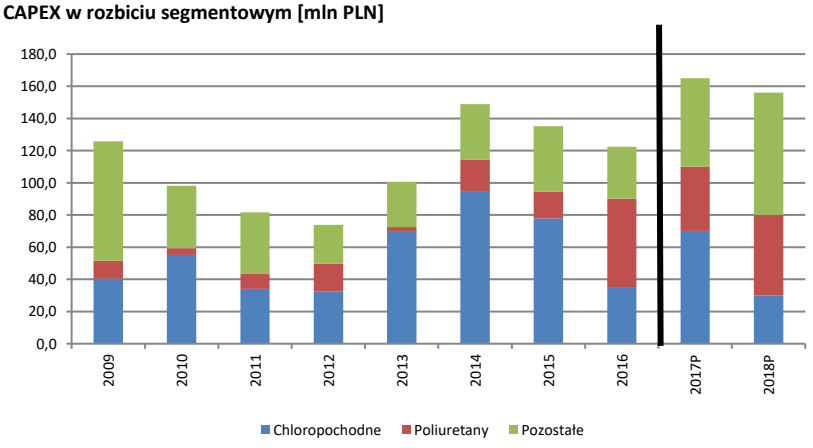
W sprawozdaniu zarządu za 2015 rok spółka komunikowała 440 mln PLN nakładów w latach 2016-2018. W 2016 roku CAPEX wyniósł 122 mln PLN. Na lata 2017-2018 zostało więc 318 mln PLN z czego większa część powinna przypadać na 2017 rok (oczekujemy 165 mln PLN).

Nakłady inwestycyjne

	CAPEX [mln PLN]					
segment	2015	2016	2017P BDM	1H'17	Realizowane/Zakończone 2017*	Planowane >2018**
Poliuretany	16,4	55,6	40,0	22,6	1) poliole polieterowe do półproduktów (6 tys. ton)- ZAKOŃCZONO 2) mieszalniki do systemów PUR (25 tys. ton)- ZAKOŃCZONO 3) poliole poliestrowe (13 tys. ton)- ZAKOŃCZONO	1) poliole polieterowe 6 ciąg (30 tys. ton)- na etapie decyzji*
Chloropochodne	77,9	34,7	70,0	20,7	1)rozbudowa elektrolizy ze 168 do 200 tys. ton NaOH (6 elektrolizer) 2) rozbudowa instalacji tlenku propylenu z 45 do 50 tys. ton	1)dalsza rozbudowa elektrolizy (7 elektrolizer) do 230 tys. ton- na etapie decyzji 2) rozbudowa potencjału produkcyjnego sody kaustycznej- na etapie decyzji
Inna działalność chemiczna	2,6	4,8	5,0	2,2	1)instalacja pilotażowa do produkcji fosforanów i fosforynów	1)Instalacja do produkcji fosforanów i fosforynów*
Energetyka	11,5	23,3	20,0	17,0	1)turbina przeciwprężna (efekty 3 mln PLN)- ZAKOŃCZONO 2) układ wyprowadzania spalin 3) elektrofiltry kotłów 4) modernizacja mokrej IOS	
Pozostałe	26,5	47,3	30,0	13,4	1) modernizacja oczyszczalni ścieków 2) budowa laboratorium centralnego	1) inwestycje w IRPC Poyol (Tajlandia)- 25% z opcją kupna kolejnych 25% 2) instalacja oksyalkilantów w Malezji (Elpis 50%, JV z PCC Exol, partner Petronas)

*Źródło: DM BDM, spółka. *- uwzględnione w wycenie, **- nie uwzględnione w wycenie*

CAPEX w rozbiciu segmentowym [mln PLN]



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

W latach 2013-2015 spółka wydała na inwestycję 385 mln PLN, a wydatki koncentrowały się na dokończeniu inwestycji w elektrolizę. W 2016 roku spółka skoncentrowała się na inwestycjach w segmencie Poliuretany zwiększając zdolności produkcyjne. W latach 2017-2018 CAPEX powinien przekroczyć 300 mln PLN.

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 blisko 900 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, ze jest to górna granica inwestycji.

W kolejnych latach spółka wskazuje na dalszy rozwój mocy produkcyjnych polioli (w latach 2009-2016 moce uległy podwojeniu). W 2016 roku została oddana instalacja do produkcji prepolimerów (wzrost specjalizacji). W 1H'17 zakończono trzy inne linie. Instalacja półproduktów do polioli polieterowych oraz systemy PUR zwiększyły specjalizację produktową. Instalacja do produkcji polioli poliestrowych przyczyniła się do zwiększenia mocy produkcyjnych o ok. 13 tys. ton (nominalnie o 12%). W rakcje analizy jest inwestycja w VI ciąg produkcyjny polioli polieterowych, która zwiększy moce produkcyjne o ok. 30 tys. ton (+25%, zakładamy, że efektywnie od 2019 roku). W raporcie wskazuje na dalszy rozwój mocy produkcyjnych o kolejne ciągi produkcyjne. Szacujemy, że 30 tys. ton polioli kosztuje 50-60 mln PLN.

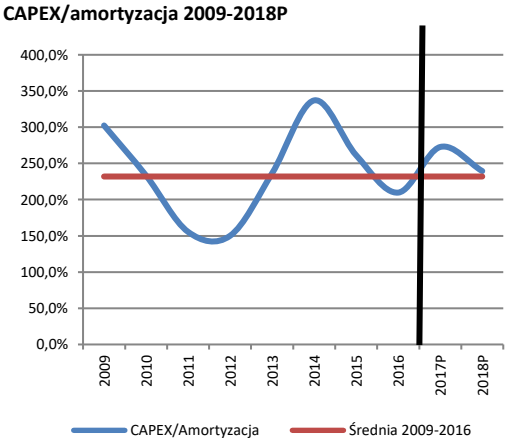
W segmencie alkaliów wydajność nowej elektrolizy membranowej to ok. 168 tys. ton ługu sodowego i spółka praktycznie w pełni ją wykorzystuje. W trakcie inwestycji jest 6 elektrolizer, który efektywnie od 2018 roku powinien dać przynajmniej 10 tys. ton ługu sodowego. W latach 2009-2016 moce produkcyjne 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). Zakładamy, że efektywnie w 2019 roku osiągnie opisywane w raportach okresowych zdolności na poziomie 200 tys. ton NaOH rocznie (spółka wskazuje na dalszą rozbudowę do 230 tys. ton- nieuwzględnione w wycenie).

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

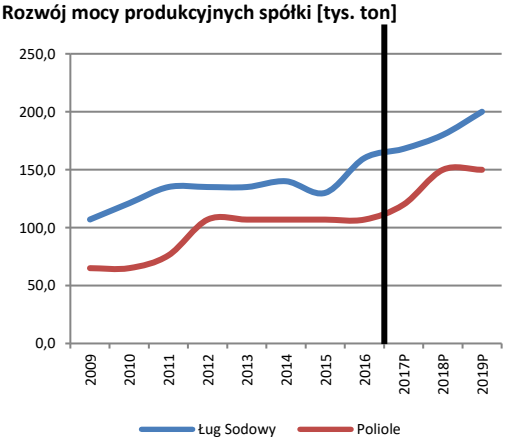
Po 2018 roku mogą pojawić się również nakłady inwestycyjne na projekty azjatyckie (Malezja). W raz z inwestycjami organicznymi w Brzegu Dolnym inwestycje spółki po 2018 roku mogą znacząco przekroczyć amortyzację, tak jak to miało miejsce w latach 2009-2016. Niemniej dotychczas spółka pokazała, że potrafi prowadzić duże i efektywne projekty (ponad 100 mln PLN EBITDA z ok. 900 mln PLN nakładów, w tym odtworzeniowych), a inwestorzy nie powinni mieć obaw co do kolejnego programu inwestycyjnego.

CAPEX/amortyzacja 2009-2018P



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

Rozwój mocy produkcyjnych spółki [tys. ton]



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

STRUKTURA ZADŁUŻENIA

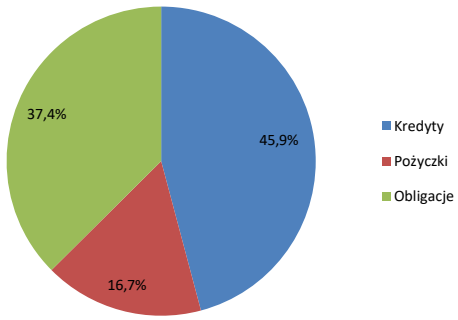
Na koniec 1H'17 zadłużenie spółki wynosiło ok. 467 mln PLN (netto 436 mln PLN, 1,8x EBITDA adj.), a jego struktura jest relatywnie bezpieczna. Ok. 46% stanowią kredyty głównie z BGK (termin zapadalności 2018-2027), pożyczki NFOŚiGW i WFOŚiGW (17%, zapadalność 2017-2027) i detaliczne obligacje (37%) zapadalne w 2019-2023. Oczekujemy, ze wskaźnik DN/EBITDA utrzyma się w rejonach 1,5-2,0x.

Zadłużenie spółki [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	1H'17	Uwagi
Kredyty	95,0	143,2	152,3	149,2	214,3	
inwestycyjne	81,3	104,8	112,3	122,2	185,8	zapadalność 2018-2027
obrotowe/leasing	13,7	38,4	40,0	27,0	28,5	
Pożyczki	60,7	102,5	113,7	88,5	78,1	z NFOŚiGW i WFOŚiGW na elektrolizę, zapadalność 2017-2027
Obligacje	104,0	117,0	120,0	177,5	175,0	
AA	25,0					emisja 09.2012, kupon ok. 9%
AB	20,0	20,0				kupon 8,3%
AC	25,0	25,0	25,0			kupon 7,5%
AD	25,0	25,0	25,0	25,0		kupon 6,8%
BA (kaskada)	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	kaskada kupon 5,5%
BB		25,0	25,0	25,0	25,0	rolka AA, kupon 5,5%
CA			20,0	20,0	20,0	rolka AB kupon 5%
Autochem			3,0	3,0		konsolidacja od 01.01.15, kupon 6,8%
DA				25,0	25,0	rolka AC, kupon 5%
DB				20,0	20,0	nowa, kupon 5%
DC				25,0	25,0	nowa, kupon 5%
DD				13,8	13,8	nowa, kupon 5%
AE					25,0	rolka AD, kupon 5%
EB						nowa kupon 5%
RAZEM	**259,7**	**362,7**	**386,1**	**415,2**	**467,3**	

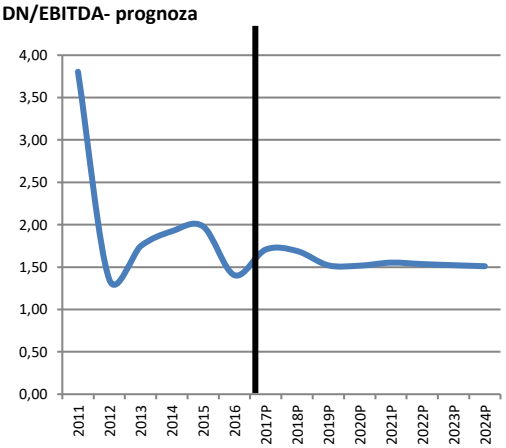
Źródło: BDM S.A. spółka.

Struktura zadłużenia spółki w 2H'17



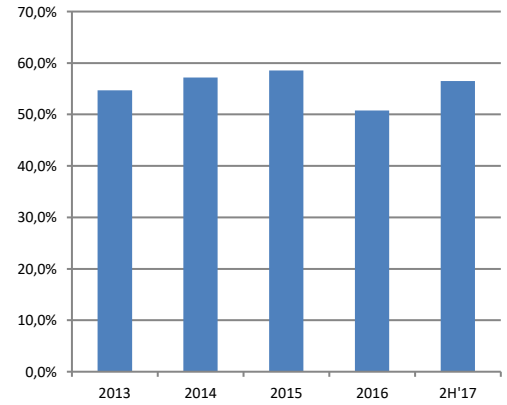
Źródło: BDM S.A. spółka.

DN/EBITDA- prognoza



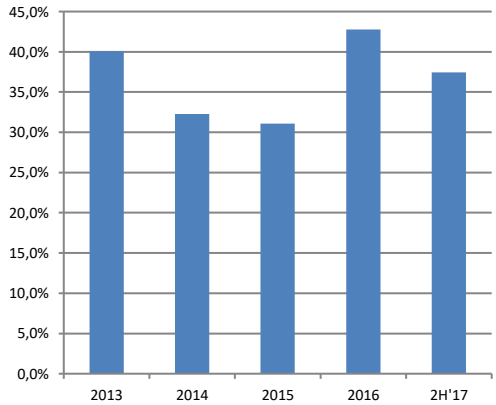
Źródło: BDM S.A. spółka. Szacunki własne

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*

ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2017-2018

Raportowana EBITDA za 2016 rok wyniosła 293 mln PLN i była wyższa od naszych oczekiwań o 42%. W strukturze wyników uwagę zwraca segment pozostałe, gdzie spółka zaksięgowała jednorazowy zysk ze sprzedaży tzw. białych certyfikatów w kwocie ok 41 mln PLN (świadectwa energetyczne wydawane za zmniejszenie energochłonności). Łączna kwota pozytywnych zdarzeń jednorazowych w 4Q'16 to 63,9 mln PLN. Skorygowana o nie EBITDA była wyższa od naszych całorocznych założeń o ponad 8%, a w samym 4Q'16 o 36%.

Na lata 2017-2018 podwyższyliśmy założenia EBITDA o więcej niż 10%. Zmiany te wynikają zarówno z czynników zewnętrznych (bardzo dobre ceny alkaliów i polioli, korzystny kurs EUR/USD szczególnie w obszarze PUR), jak i wewnętrznych (ukończenie trzech linii produkcyjnych polioli, rozbudowa potencjału elektrolizy do 200 tys. ton NaOH a nie do 180 tys. ton jak zakładaliśmy wcześniej-efekty w 2019 roku). Z drugiej strony kluczowa inwestycja w VI ciąg poliolowy przesuwa się w czasie (brak wzmianki w raporcie spółki, zakładamy efektywnie od 2019 roku).

Zwracamy uwagę, że dotychczas spółka pozytywnie zaskakiwała wynikami (średnie zaskoczenie 12-15% EBITDA). Nawet z obecnie podwyższonymi założeniami, liczymy, że trend ten będzie kontynuowany.

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

	2016			2017P			2018P		
	poprzednio	faktyczne	*różnica*	poprzednio	obecnie	*zmiana*	poprzednio	obecnie	*zmiana*
Przychody*	1 104,7	1 107,2	*0,2%*	1 172,9	1 216,2	*3,7%*	1 287,9	1 284,3	*-0,3%*
Chloropochodne	*368,4*	*300,0*	*-18,6%*	*407,4*	*353,8*	*-13,1%*	*419,7*	*426,1*	*1,5%*
Poliuretany	*545,6*	*579,1*	*6,1%*	*606,4*	*636,6*	*5,0%*	*704,3*	*675,8*	*-4,0%*
Inna działalność chemiczna	*96,5*	*88,2*	*-8,5%*	*98,4*	*97,8*	*-0,6%*	*108,2*	*97,8*	*-9,7%*
Kompleks Energetyczny	*29,2*	*34,6*	*18,7%*	*26,5*	*32,4*	*22,5%*	*26,2*	*26,4*	*1,0%*
Kompleks Zarządzania	*39,5*	*162,8*	*312,0%*	*34,7*	*98,4*	*183,1%*	*29,6*	*58,3*	*96,9%*
Pozostałe/wyłączenia	*25,5*	*-57,6*		*-0,5*	*-2,9*		*0,0*	*0,0*	
EBITDA	206,2	292,7	*41,9%*	205,6	238,4	*15,9%*	239,9	270,7	*12,8%*
Kompleks Chlorowy	*88,6*	*107,5*	*21,3%*	*109,2*	*109,5*	*0,2%*	*117,3*	*131,5*	*12,1%*
Kompleks Rokopole	*55,2*	*56,5*	*2,4%*	*43,6*	*70,4*	*61,4%*	*68,8*	*77,2*	*12,1%*
Kompleks Fosforopochodne	*4,9*	*5,4*	*11,7%*	*6,0*	*7,8*	*29,7%*	*9,5*	*7,6*	*-19,7%*
Kompleks Energetyczny	*30,8*	*36,2*	*17,3%*	*28,1*	*33,8*	*20,4%*	*31,3*	*34,1*	*8,8%*
Kompleks Zarządzania	*13,4*	*98,9*	*635,2%*	*13,1*	*17,5*	*33,4%*	*13,0*	*20,3*	*56,4%*
Pozostałe/wyłączenia	13,3	-11,7		5,6	-0,5		0,0	0,0	
EBIT	148,4	234,3	*57,9%*	142,2	177,9	*25,1%*	171,7	205,5	*19,7%*
Zysk brutto	137,5	222,5	*61,8%*	129,8	163,2	*25,7%*	156,5	190,2	*21,5%*
Zysk netto	128,1	202,7	*58,2%*	116,8	149,3	*27,8%*	140,9	171,2	*21,5%*
Marża EBITDA	18,7%	26,4%		17,5%	19,6%		18,6%	21,1%	
Marża EBIT	13,4%	21,2%		12,1%	14,6%		13,3%	16,0%	
Marża netto	11,6%	18,3%		10,0%	12,3%		10,9%	13,3%	
Ropa Brent [USD/bbl]	45,0	45,0	*0,0%*	56,5	52,3	*-7,3%*	56,8	53,0	*-6,8%*
Poliole standard [EUR/t]	1 541,3	1 541,3	*0,0%*	1 643,9	1 732,8	*5,4%*	1 624,3	1 656,5	*2,0%*
Soda kaustyczna [USD/t]	567,2	569,2	*0,4%*	596,2	628,5	*5,4%*	595,4	689,5	*15,8%*
Tlenek propylenu [USD/t]	1 492,6	1 492,6	*0,0%*	1 583,4	1 743,1	*10,1%*	1 587,1	1 723,0	*8,6%*
Propylen [EUR/t]	635,0	635,0	*0,0%*	749,2	823,7	*9,9%*	736,9	773,8	*5,0%*
Tlenek etylenu [USD/t]	1 297,1	1 299,7	*0,2%*	1 435,6	1 399,1	*-2,5%*	1 444,6	1 416,7	*-1,9%*
EUR/PLN	4,36	4,36	*0,0%*	4,34	4,27	*-1,7%*	4,38	4,36	*-0,3%*
EUR/USD	1,11	1,11	*0,0%*	1,06	1,13	*6,6%*	1,09	1,22	*12,3%*
Teoret.marża alkalia [PLN/t]	1 013,2	1 030,8	*1,7%*	1 120,8	1 068,8	*-4,6%*	1 073,0	980,8	*-8,6%*
Teoret. marża poliole [PLN/t]	1 111,2	1 079,0	*-2,9%*	977,8	1 246,9	*27,5%*	1 133,0	1 604,4	*41,6%*
Teoret. marża poliole st.** [PLN/t]	985,9	984,7	*-0,1%*	806,0	1 046,8	*29,9%*	853,7	1 261,5	*47,8%*
Poliol-0,64propylen [EUR/t]	1 134,9	1 134,9	*0,0%*	1 164,5	1 205,7	*3,5%*	1 152,7	1 161,2	*0,7%*
Zagregowany wolumen alkaliów [tys. ton]	240,7	237,6	*-1,3%*	253,0	252,2	*-0,3%*	267,7	269,5	*0,7%*
Zagregowany wolumen poliole [tys. ton]	82,42	81,6	*-1,0%*	85,5	85,6	*0,1%*	98,7	92,7	*-6,0%*

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

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025

Główne założenia roczne

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Ropa Brent [USD/bbl]	53,7	45,0	52,3	53,0	53,8	54,5	55,4	56,6	57,7	58,6	58,6	58,6
zmiana r/r	*-46,1%*	*-16,1%*	*16,2%*	*1,3%*	*1,4%*	*1,4%*	*1,7%*	*2,1%*	*2,0%*	*1,4%*	*0,0%*	*0,0%*
Ceny produktów												
Poliole standard [EUR/t]	1 716,7	1 541,3	1 732,8	1 656,5	1 647,7	1 639,7	1 636,1	1 660,7	1 685,2	1 702,8	1 702,8	1 702,8
zmiana r/r	*-5,8%*	*-10,2%*	*12,4%*	*-4,4%*	*-0,5%*	*-0,5%*	*-0,2%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Chlor [USD/t]	169,5	165,0	163,5	164,1	164,8	165,5	166,3	167,3	168,3	169,0	169,0	169,0
zmiana r/r	*4,6%*	*-2,7%*	*-0,9%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,5%*	*0,6%*	*0,6%*	*0,4%*	*0,0%*	*0,0%*
Soda kaustyczna [USD/t]	548,3	569,2	628,5	689,5	687,4	685,2	682,6	679,5	676,5	674,4	674,4	674,4
zmiana r/r	*-7,1%*	*3,8%*	*10,4%*	*9,7%*	*-0,3%*	*-0,3%*	*-0,4%*	*-0,5%*	*-0,4%*	*-0,3%*	*0,0%*	*0,0%*
Ceny surowców												
Energia spot TGE [PLN/MWh]	157,0	161,4	163,5	166,8	170,1	173,5	177,0	180,5	184,2	187,8	191,6	195,4
zmiana r/r	-14,9%	2,8%	1,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Energia elektryczna [PLN/MWh]	225,7	228,6	228,6	251,5	256,5	261,6	266,9	272,2	277,7	283,2	288,9	294,7
zmiana r/r	*6,7%*	*1,3%*	*0,0%*	*10,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
Węgiel [PLN/t]	246,3	246,3	246,3	270,9	276,4	281,9	287,5	293,3	299,1	305,1	311,2	317,5
zmiana r/r	*-3,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*10,0%*	*2,0%*	*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]	1 599,7	1 492,6	1 743,1	1 723,0	1 721,0	1 731,6	1 747,3	1 761,3	1 777,7	1 786,0	1 776,4	1 776,4
zmiana r/r	*-23,5%*	*-6,7%*	*16,8%*	*-1,1%*	*-0,1%*	*0,6%*	*0,9%*	*0,8%*	*0,9%*	*0,5%*	*-0,5%*	*0,0%*
Propylen [EUR/t]	820,6	635,0	823,7	773,8	768,2	763,1	760,8	776,5	792,2	803,6	803,6	803,6
zmiana r/r	*-24,0%*	*-22,6%*	*29,7%*	*-6,1%*	*-0,7%*	*-0,7%*	*-0,3%*	*2,1%*	*2,0%*	*1,4%*	*0,0%*	*0,0%*
Tlenek etylenu [USD/t]	1 357,6	1 299,7	1 399,1	1 416,7	1 436,8	1 456,8	1 481,8	1 512,5	1 543,1	1 565,3	1 565,3	1 565,3
zmiana r/r	*-26,0%*	*-4,3%*	*7,6%*	*1,3%*	*1,4%*	*1,4%*	*1,7%*	*2,1%*	*2,0%*	*1,4%*	*0,0%*	*0,0%*
Kursy walut												
EUR/PLN	4,18	4,36	4,27	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36
USD/PLN	3,77	3,95	3,77	3,57	3,50	3,43	3,36	3,36	3,36	3,36	3,36	3,36
EUR/USD	1,11	1,11	1,13	1,22	1,25	1,27	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Produkcja												
Ług sodowy [tys. ton]	126,7	150,4	159,6	171,0	190,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
wykorzystanie mocy	*97,5%*	*94,0%*	*95,0%*	*95,0%*	*95,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*
Poliole standard [tys. ton]	106,9	106,9	113,4	128,9	149,9	149,9	149,9	149,9	149,9	149,9	149,9	149,9
wykorzystanie mocy	*100,0%*	*100,0%*	*94,6%*	*86,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*
Tlenek propylenu [tys. ton]	38,4	45,0	47,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
wykorzystanie mocy	*96,0%*	*100,0%*	*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]	892,1	1 030,8	1 068,8	980,8	881,0	815,9	771,4	755,4	740,3	724,1	707,0	694,0
zmiana r/r	28,6%	15,5%	3,7%	-8,2%	-10,2%	-7,4%	-5,5%	-2,1%	-2,0%	-2,2%	-2,4%	-1,8%
Teoret. marża poliole [PLN/t]	1 416,2	1 079,0	1 246,9	1 604,4	1 704,2	1 742,0	1 779,5	1 833,8	1 881,0	1 924,6	1 950,0	1 950,0
zmiana r/r	12,6%	-23,8%	15,6%	28,7%	6,2%	2,2%	2,2%	3,1%	2,6%	2,3%	1,3%	0,0%
Teoret. marża poliole st* [PLN/t]	1 317,0	984,7	1 046,8	1 261,5	1 347,4	1 391,5	1 434,2	1 488,4	1 534,7	1 578,8	1 607,1	1 607,1
zmiana r/r	10,3%	-25,2%	6,3%	20,5%	6,8%	3,3%	3,1%	3,8%	3,1%	2,9%	1,8%	0,0%
Poliol-0,64*propylen [EUR/t]	1 191,5	1 134,9	1 205,7	1 161,2	1 156,1	1 151,4	1 149,2	1 163,8	1 178,2	1 188,5	1 188,5	1 188,5
zmiana r/r	5,3%	-4,8%	6,2%	-3,7%	-0,4%	-0,4%	-0,2%	1,3%	1,2%	0,9%	0,0%	0,0%

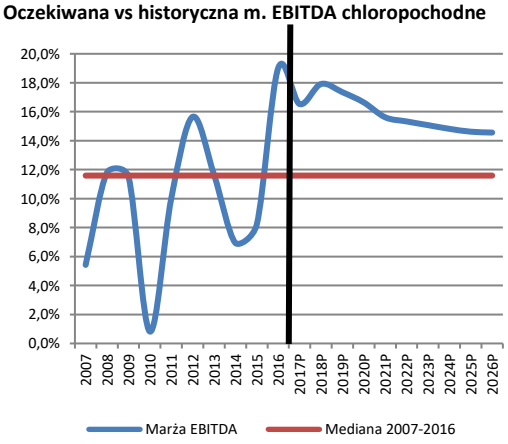
*Źródło: BDM S.A. Bloomberg, szacunki własne. *-standard, bez uwzględniania mixu produktowego*

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 048,7	1 107,2	1 216,2	1 284,3	1 416,7	1 433,7	1 434,3	1 447,4	1 460,5	1 470,8	1 473,6	1 476,3
Chloropochodne	*244,8*	*300,0*	*353,8*	*426,1*	*455,6*	*466,0*	*456,4*	*455,9*	*455,5*	*455,2*	*455,2*	*455,2*
Poliuretany	*577,7*	*579,1*	*636,6*	*675,8*	*773,8*	*770,1*	*768,4*	*779,9*	*791,4*	*799,7*	*799,7*	*799,7*
Inna działalność chemiczna	*94,7*	*88,2*	*97,8*	*97,8*	*107,5*	*118,3*	*130,1*	*132,7*	*135,4*	*138,1*	*140,9*	*143,7*
Kompleks Energetyczny	*26,6*	*34,6*	*32,4*	*26,4*	*26,5*	*26,6*	*26,7*	*26,7*	*26,8*	*26,9*	*27,0*	*27,1*
Kompleks Zarządzania	*40,7*	*162,8*	*98,4*	*58,3*	*53,3*	*52,7*	*52,8*	*52,1*	*51,5*	*51,0*	*50,9*	*50,7*
Pozostałe/wyłączenia	*64,2*	*-57,6*	*-2,9*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EBITDA	153,1	292,7	238,4	270,7	301,8	304,0	300,7	304,2	307,3	310,0	311,4	311,1
Chloropochodne	*38,9*	*107,5*	*109,5*	*131,5*	*131,3*	*126,9*	*117,1*	*115,2*	*113,7*	*111,9*	*110,2*	*109,7*
Poliuretany	*60,8*	*56,5*	*70,4*	*77,2*	*103,0*	*107,4*	*111,6*	*116,4*	*120,3*	*124,2*	*126,8*	*126,3*
Inna działalność chemiczna	*5,8*	*5,4*	*7,8*	*7,6*	*9,2*	*10,9*	*12,8*	*13,0*	*13,3*	*13,6*	*13,8*	*14,1*
Kompleks Energetyczny	*25,7*	*36,2*	*33,8*	*34,1*	*38,1*	*38,6*	*39,1*	*39,6*	*40,1*	*40,6*	*41,1*	*41,7*
Kompleks Zarządzania	*14,7*	*98,9*	*17,5*	*20,3*	*20,3*	*20,2*	*20,1*	*20,0*	*19,9*	*19,7*	*19,5*	*19,3*
Pozostałe/wyłączenia	*7,1*	*-11,7*	*-0,5*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EBIT	*101,3*	*234,3*	*177,9*	*205,5*	*234,3*	*236,1*	*232,3*	*235,4*	*238,1*	*240,4*	*241,5*	*240,9*
Zysk brutto	91,3	222,5	163,2	190,2	218,3	220,2	216,3	219,4	222,0	224,3	225,4	224,7
Zysk netto	84,8	202,7	149,3	171,2	196,5	198,2	194,7	197,4	199,8	201,9	202,8	202,3
Marża EBITDA	14,6%	26,4%	19,6%	21,1%	21,3%	21,2%	21,0%	21,0%	21,0%	21,1%	21,1%	21,1%
Chloropochodne	*8,2%*	*19,0%*	*16,5%*	*17,9%*	*17,3%*	*16,6%*	*15,6%*	*15,3%*	*15,1%*	*14,8%*	*14,6%*	*14,6%*
Poliuretany	*10,5%*	*9,8%*	*11,1%*	*11,4%*	*13,3%*	*13,9%*	*14,5%*	*14,9%*	*15,2%*	*15,5%*	*15,8%*	*15,8%*
Inna działalność chemiczna	*6,1%*	*6,2%*	*7,9%*	*7,8%*	*8,5%*	*9,2%*	*9,8%*	*9,8%*	*9,8%*	*9,8%*	*9,8%*	*9,8%*
Kompleks Energetyczny	*30,7%*	*37,3%*	*34,6%*	*32,8%*	*34,3%*	*34,2%*	*34,0%*	*33,9%*	*33,8%*	*33,7%*	*33,6%*	*33,5%*
Kompleks Zarządzania	*17,3%*	*46,9%*	*11,5%*	*17,5%*	*17,4%*	*17,4%*	*17,3%*	*17,2%*	*17,1%*	*16,9%*	*16,8%*	*16,6%*
Marża EBIT	9,7%	21,2%	14,6%	16,0%	16,5%	16,5%	16,2%	16,3%	16,3%	16,3%	16,4%	16,3%
Marża brutto	8,7%	20,1%	13,4%	14,8%	15,4%	15,4%	15,1%	15,2%	15,2%	15,3%	15,3%	15,2%
Marża netto	8,1%	18,3%	12,3%	13,3%	13,9%	13,8%	13,6%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,7%

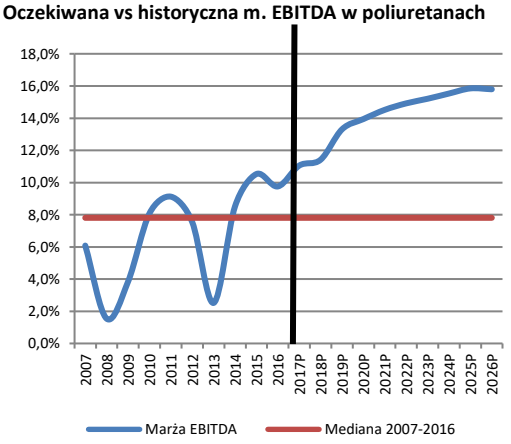
Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne. Marża EBITDA w segmentach faktyczna, bez włączeń między segmentowych.

Oczekiwana vs historyczna m. EBITDA chloropochodne



Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne

Oczekiwana vs historyczna m. EBITDA w poliuretanach



Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	1 001,6	1 085,3	1 171,6	1 262,5	1 267,1	1 271,6	1 275,1	1 278,1	1 280,6	1 282,6	1 283,9	1 284,5
Wartości niematerialne i prawne	25,9	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Rzeczowe aktywa trwałe	962,6	1 044,9	1 131,2	1 222,0	1 226,7	1 231,1	1 234,6	1 237,6	1 240,2	1 242,2	1 243,4	1 244,0
Aktywa obrotowe	267,2	356,6	397,2	338,9	380,3	380,3	373,3	375,2	377,0	378,7	378,9	378,1
Zapasy	71,0	65,2	84,5	89,2	98,4	99,6	99,6	100,5	101,4	102,1	102,3	102,5
Należności krótkoterminowe	107,3	128,7	143,1	150,6	165,3	167,2	167,3	168,8	170,2	171,4	171,7	172,0
Inwestycje krótkoterminowe	88,9	162,6	169,7	99,1	116,6	113,5	106,4	105,9	105,4	105,2	104,9	103,6
-środki pieniężne i ekwiwalenty	83,1	101,4	108,5	37,8	55,4	52,2	45,2	44,7	44,2	44,0	43,6	42,4
Aktywa razem	1 268,8	1 441,9	1 568,8	1 601,4	1 647,5	1 651,8	1 648,4	1 653,2	1 657,6	1 661,3	1 662,7	1 662,6
Kapitał (fundusz) własny	601,8	715,3	714,5	736,4	761,7	763,4	759,9	762,7	765,0	767,1	768,1	767,5
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
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	594,8	708,6	707,8	729,6	755,0	756,7	753,1	755,9	758,3	760,3	761,3	760,7
Zysk (strata) netto okresu	84,8	202,7	149,3	171,2	196,5	198,2	194,7	197,4	199,8	201,9	202,8	202,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	666,9	726,5	854,2	864,9	885,7	888,4	888,5	890,5	892,6	894,2	894,6	895,0
Rezerwy na zobowiązania	73,7	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6
Zobowiązania długoterminowe	304,3	335,3	435,3	435,3	435,3	435,3	435,3	435,3	435,3	435,3	435,3	435,3
-oprocentowane	304,3	334,7	434,7	434,7	434,7	434,7	434,7	434,7	434,7	434,7	434,7	434,7
Zobowiązania krótkoterminowe	254,4	305,6	333,4	344,1	364,9	367,5	367,6	369,7	371,7	373,3	373,8	374,2
-oprocentowane	81,7	80,5	80,5	80,5	80,5	80,5	80,5	80,5	80,5	80,5	80,5	80,5
Pasywa razem	1 268,8	1 441,9	1 568,8	1 601,4	1 647,5	1 651,8	1 648,4	1 653,2	1 657,6	1 661,3	1 662,7	1 662,6

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	1 048,7	1 107,2	1 216,2	1 284,3	1 416,7	1 433,7	1 434,3	1 447,4	1 460,5	1 470,8	1 473,6	1 476,3
Koszty produktów, tow. i materiałów	822,5	796,2	877,1	909,2	1 003,8	1 016,2	1 022,9	1 030,3	1 038,2	1 043,8	1 043,5	1 044,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	226,3	311,0	339,1	375,1	413,0	417,5	411,4	417,1	422,3	427,1	430,0	431,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	127,8	146,2	160,5	165,8	174,8	177,4	179,1	181,6	184,2	186,7	188,5	190,5
Zysk (strata) na sprzedaży	98,5	164,8	178,6	209,2	238,2	240,1	232,3	235,4	238,1	240,4	241,5	240,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2,8	69,5	-0,7	-3,7	-3,9	-4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	153,1	292,7	238,4	270,7	301,8	304,0	300,7	304,2	307,3	310,0	311,4	311,1
EBIT	101,3	234,3	177,9	205,5	234,3	236,1	232,3	235,4	238,1	240,4	241,5	240,9
Saldo działalności finansowej	-10,0	-11,8	-13,7	-14,2	-14,8	-14,7	-14,8	-14,8	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9
Zysk (strata) brutto	91,3	222,5	163,2	190,2	218,3	220,2	216,3	219,4	222,0	224,3	225,4	224,7
Zysk (strata) netto	84,8	202,7	149,3	171,2	196,5	198,2	194,7	197,4	199,8	201,9	202,8	202,3

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	149,2	262,9	235,3	250,0	276,9	281,6	279,0	282,0	284,8	287,3	288,8	288,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-130,8	-167,1	-164,2	-155,9	-72,7	-72,8	-72,4	-72,4	-72,4	-72,2	-71,8	-71,5
Przepływy z działalności finansowej	-57,2	-77,5	-64,0	-164,8	-186,6	-211,9	-213,6	-210,1	-212,9	-215,3	-217,3	-218,3
Przepływy pieniężne netto	-38,8	18,3	7,1	-70,6	17,5	-3,1	-7,0	-0,5	-0,5	-0,2	-0,4	-1,2
Środki pieniężne na początek okresu	122,0	83,1	101,4	108,5	37,8	55,4	52,2	45,2	44,7	44,2	44,0	43,6
Środki pieniężne na koniec okresu	83,1	101,4	108,5	37,8	55,4	52,2	45,2	44,7	44,2	44,0	43,6	42,4

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	5,6%	9,8%	5,6%	10,3%	1,2%	0,0%	0,9%	0,9%	0,7%	0,2%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	91,2%	-18,6%	13,6%	11,5%	0,7%	-1,1%	1,2%	1,0%	0,9%	0,5%	-0,1%
EBIT zmiana r/r	131,3%	-24,1%	15,5%	14,0%	0,8%	-1,6%	1,4%	1,1%	1,0%	0,4%	-0,3%
Zysk netto zmiana r/r	139,2%	-26,3%	14,6%	14,8%	0,9%	-1,8%	1,4%	1,2%	1,0%	0,5%	-0,3%
Marża brutto na sprzedaży	28,1%	27,9%	29,2%	29,1%	29,1%	28,7%	28,8%	28,9%	29,0%	29,2%	29,2%
Marża EBITDA	26,4%	19,6%	21,1%	21,3%	21,2%	21,0%	21,0%	21,0%	21,1%	21,1%	21,1%
Marża EBIT	21,2%	14,6%	16,0%	16,5%	16,5%	16,2%	16,3%	16,3%	16,3%	16,4%	16,3%
Marża brutto	20,1%	13,4%	14,8%	15,4%	15,4%	15,1%	15,2%	15,2%	15,3%	15,3%	15,2%
Marża netto	18,3%	12,3%	13,3%	13,9%	13,8%	13,6%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,7%
COGS / przychody	71,9%	72,1%	70,8%	70,9%	70,9%	71,3%	71,2%	71,1%	71,0%	70,8%	70,8%
SG&A / przychody	13,2%	13,2%	12,9%	12,3%	12,4%	12,5%	12,5%	12,6%	12,7%	12,8%	12,9%
SG&A / COGS	18,4%	18,3%	18,2%	17,4%	17,5%	17,5%	17,6%	17,7%	17,9%	18,1%	18,2%
ROE	28,3%	20,9%	23,2%	25,8%	26,0%	25,6%	25,9%	26,1%	26,3%	26,4%	26,4%
ROA	14,1%	9,5%	10,7%	11,9%	12,0%	11,8%	11,9%	12,1%	12,2%	12,2%	12,2%
Dług	415,2	515,2	515,2	515,2	515,2	515,2	515,2	515,2	515,2	515,2	515,2
D / (D+E)	36,7%	41,9%	41,2%	40,3%	40,3%	40,4%	40,3%	40,2%	40,2%	40,1%	40,2%
D / E	58,0%	72,1%	70,0%	67,6%	67,5%	67,8%	67,6%	67,3%	67,2%	67,1%	67,1%
Dług / kapitał własny	58,0%	72,1%	70,0%	67,6%	67,5%	67,8%	67,6%	67,3%	67,2%	67,1%	67,1%
Dług netto	313,8	406,8	477,4	459,9	463,0	470,0	470,6	471,1	471,2	471,6	472,8
Dług netto / kapitał własny	43,9%	56,9%	64,8%	60,4%	60,7%	61,9%	61,7%	61,6%	61,4%	61,4%	61,6%
Dług netto / EBITDA	1,1	1,7	1,8	1,5	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Dług netto / EBIT	1,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
EV	2 110,6	2 203,5	2 274,1	2 256,6	2 259,7	2 266,7	2 267,3	2 267,8	2 268,0	2 268,3	2 269,6
Dług / EV	19,7%	23,4%	22,7%	22,8%	22,8%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%
CAPEX / Przychody	11,1%	13,6%	12,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%
CAPEX / Amortyzacja	209,7%	272,7%	239,5%	106,9%	106,5%	105,1%	104,4%	103,7%	102,9%	101,8%	100,8%
Amortyzacja / Przychody	5,3%	5,0%	5,1%	4,8%	4,7%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%
Zmiana KO / Przychody	-1,2%	0,6%	0,2%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-22,3%	6,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%

Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
P/E*	8,9	12,0	10,5	9,1	9,1	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	8,9
P/BV*	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3
P/CE*	6,9	8,6	7,6	6,8	6,8	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6	6,6
EV/EBITDA*	7,2	9,2	8,4	7,5	7,4	7,5	7,5	7,4	7,3	7,3	7,3
EV/EBIT*	9,0	12,4	11,1	9,6	9,6	9,8	9,6	9,5	9,4	9,4	9,4
EV/S*	1,9	1,8	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5
BVPS	36,0	36,0	37,1	38,4	38,5	38,3	38,4	38,5	38,6	38,7	38,7
EPS	10,2	7,5	8,6	9,9	10,0	9,8	9,9	10,1	10,2	10,2	10,2
CEPS	13,2	10,6	11,9	13,3	13,4	13,3	13,4	13,5	13,7	13,7	13,7
FCFPS	10,4	10,5	10,6	10,8	10,9	10,9	9,8	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS w okresie	4,5	7,6	7,5	8,6	9,9	10,0	9,8	9,9	10,1	10,2	10,2
Payout ratio	108,5%	76,2%	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 90,5 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/węgiel

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

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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@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
Akumuluj	99,7	Kupuj	78,0	06.09.2017	11:47 CEST	90,5	64 992,0
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 3Q'17:

Kupuj	2	18%
Akumuluj	8	73%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	9%
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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument 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 portfelowa inwestycji i jakakolwiek 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 06.09.2017 roku (11:47 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.09.2017 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 rekomendacje 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 niemniejszym raporcie są zbieżne 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 06.09.2017 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 subemisje 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.**
- Nie występuje inny istotny interes finansowy, jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.