



Dom Maklerski BDM S.A.

PCC ROKITA

RAPORT ANALITYCZNY

Spółka ma za sobą kilka bardzo mocnych wyników kwartałów, przez co baza na kolejne okresy jest wysoka i trudno będzie ją poprawiać. Z drugiej strony rekordowe wyniki finansowe 2016 roku, wsparte dodatkowo rozliczeniem „białych certyfikatów” w 3Q'16, zapowiadają solidną dywidendę. Oczekiwana przez nas wypłata 5,5 PLN/akcję (stopa ok. 8%) powinna być głównym, pozytywnym czynnikiem wpływającym na kurs akcji spółki. W rezultacie podnosimy cenę docelową do 65,0 PLN/szt. i wydajemy zalecenie TRZYMAJ.

Od początku roku (YTD) kurs spółki zyskał ponad 40% przy 15% spadku WIG-Chemia. W ostatnich 3 kwartałach dynamika wzrostu oczyszczonej EBITDA sięgała 40-120% r/r, a głównym czynnikiem jej poprawy był wolumen sprzedaży alkaliów (+53% r/r w 1H'16) i polioli (+11% w 1H'16). W 1Q/2Q'15 uruchomiona została nowa elektroliza membranowa umożliwiającą blisko 15% wzrost mocy produkcyjnych ługu sodowego i znaczną, nawet 20% redukcję kosztów energii. Baza na 2H'16 i kolejne kwartały jest więc wysoka.

Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za wzrost wyników w ostatnich kwartałach był wolumen sprzedaży, zarówno alkaliów jak i polioli. Obecnie szacujemy, że spółka w pełni wykorzystuje moce produkcyjne i czynnik ten przestanie mieć znaczenie w najbliższych okresach. Zarząd podjął decyzję o kolejnej rozbudowie zdolności produkcyjnych, ale efektywnie będą one dostępne od 2018 roku. W rezultacie nie dostrzegamy wyraźnych czynników wzrostu wyników na 2017 rok.

Zakończone w 2016 roku inwestycje w obszarze polioli (poliester, prepolimery, systemy PUR) w niewielkiej części poprawią wolumen sprzedaży, ale zwiększą specjalizację. Niemniej efekty tych działań mają raczej charakter długoterminowy i strategiczny. Nowy ciąg polioli polieterowych ma pojawić się z końcem 2017 roku i zwiększy zdolności o ok. 25% (w przeliczeniu na standard). O ok. 30% mają wzrosnąć moce produkcyjne segmentu fosforowego. Ponadto cały czas spółka zwiększa zdolności własnej instalacji tlenu propylenu. Łącznie plan inwestycyjny spółki na lata 2016-2018 to ok. 440 mln PLN ze szczytem CAPEX w 2017 roku (ponad 200 mln PLN). W efekcie przepływy pieniężne w tym okresie mogą być ujemne.

W 3Q'16 spółka weszła w okres wysokiej bazy. Dodatkowo w alkaliach trwał kilkudniowy postój remontowy elektrolizy, czego nie było rok temu. Silny wpływ na raportowane wyniki będzie miało rozliczenie ok. 40 mln PLN białych certyfikatów. W rezultacie EBITDA podwoi się. Oczyszczona nieco spadnie.

	2013*	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 101,2	1 092,9	1 048,7	1 104,8	1 218,9	1 339,7
EBITDA [mln PLN]	119,8	125,2	153,1	234,4	194,5	206,0
EBIT [mln PLN]	77,2	81,0	101,3	176,6	131,1	137,7
Wynik netto [mln PLN]	58,3	71,2	84,8	150,1	106,4	110,3
P/BV	2,6	2,3	2,3	2,1	2,1	2,1
P/E	23,51	19,2	16,2	9,1	12,9	12,4
EV/EBITDA	13,2	12,9	10,9	7,2	9,5	9,1
EV/EBIT	19,2	18,7	15,6	9,0	13,3	12,9
DPS w okresie	2,7	3,5	3,5	4,5	5,5	5,4
DY	3,9%	5,0%	5,1%	6,5%	8,0%	7,8%

*- wyniki 2013 z uwzględnieniem jednorazowych kosztów reklamacji w wysokości ok. 10 mln PLN (4Q'13). Wyniki 2016 z uwzględnieniem rozliczenia białych certyfikatów ok. 40 mln PLN (3Q'16).

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 65,0 PLN

(POPRZEDNIO: 49,9 PLN)

24 PAŹDZIERNIK 2016, 12:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	66,6
Wycena porównawcza [PLN]	62,5
Wycena końcowa [PLN]	65,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-5,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	69,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1369,9
Ilość akcji [mln. szt.]	19,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	69,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	52,1
Stopa zwrotu za 3 mc	25,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	10,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	55,1%
Struktura akcjonariatu*:	
PCC SE	89,4%
Pozostali	10,6%

*- liczba głosów na WZA

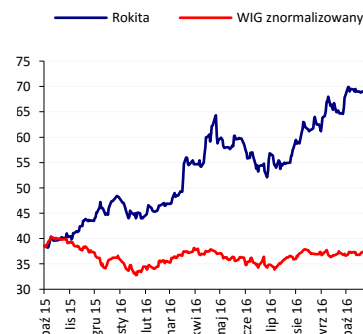
Krzysztof Brymora

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
Siła kursu w 2016 roku	3
Wejście w okres wysokiej bazy	4
Rekordowe wyniki i dywidenda	4
Brak czynników do wzrostu w 2017 roku	5
Silny CAPEX 2016-2018P.....	6
Główne czynniki ryzyka.....	7
Wycena DCF.....	8
Wycena porównawcza.....	12
Prognozy na 3Q'16 i 2016 rok	13
Otoczenie rynkowe	14
Alkalia	14
Poliole	15
Nakłady inwestycyjne.....	16
CAPEX 2013-2015.....	16
CAPEX 2016-2018P.....	16
Struktura zadłużenia.....	17
Zmiana głównych założeń na 2016-2018	18
Główne założenia i prognoza wyników na lata 2016-2025	19
Dane i wskaźniki finansowe	21

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 66,6 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 62,8-62,3 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 ok. 8%). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 65,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

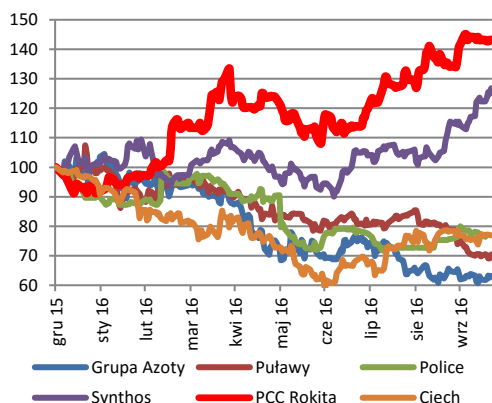
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	60%	66,6
Wycena metodą porównawczą [PLN]	40%	62,5
do spółek zagranicznych		62,8
do spółek polskich		62,3
Wycena spółki [PLN]		65,0

Źródło: BDM S.A.

Siła kursu w 2016 roku

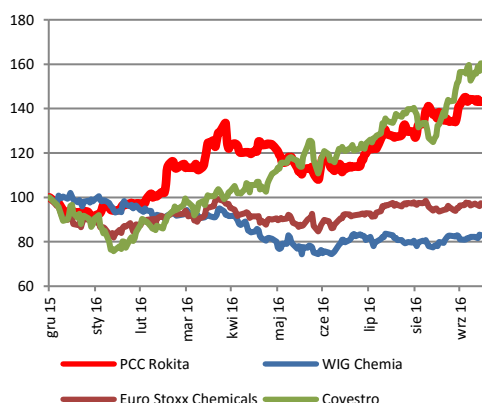
W 2016 roku (YTD) kurs spółki (bez dywidendy) zyskał ponad 40%, co było najlepszym wynikiem w krajowej branży chemicznej. Ubiegłorocznymi liderzy (Ciech, Grupa Azoty) stracili 20-30%. Lepiej zachowywały się notowania niemieckiego COVESTRO działającego w obszarze PUR (oprócz polioli także TDI i MDI).

Notowania spółek chemicznych na GPW YTD



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. 2015-12-30=100

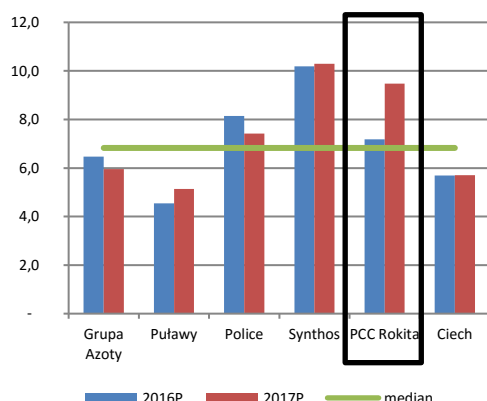
Notowania PCC na tle WIG Chem/Euro Stoxx Chem/COV*



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. 2015-12-30=100.
*Covestro

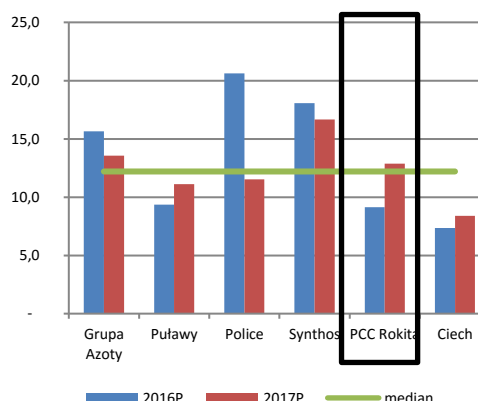
Wycena spółki sięga 8-9x EBITDA czyli z premią do innych podmiotów chemicznych. Ma to uzasadnienie w wypłacie wysokich dywidend (DY ok. 8%). W przypadku wskaźnika P/E spółka handlowana jest zgodnie z medianą.

Wyceny EV/EBITDA polskich spółek chemicznych



Źródło: BDM S.A.

Wyceny P/E polskich spółek chemicznych

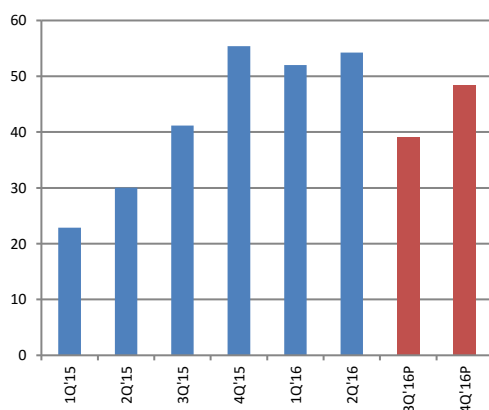


Źródło: BDM S.A.

Wejście w okres wysokiej bazy

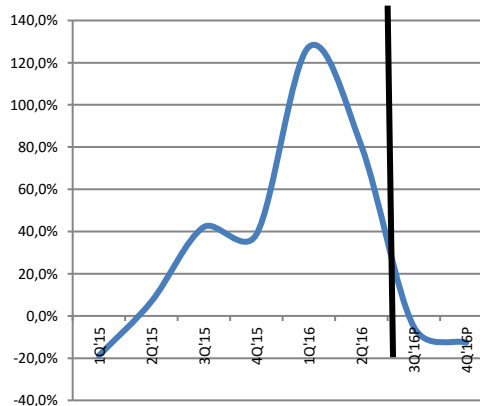
Po kilku mocnych kwartałach z dynamiką oczyszczonej EBITDA 40-120% spółka weszła w okres wysokiej bazy, przez co poprawa wyników w najbliższych kwartałach może być problemem. W 4Q'15-2Q'16 spółka poprawiała wyniki dzięki segmentowi alkaliów w pełni wykorzystując moce produkcyjne nowej elektrolizy. Dynamika wzrostu wolumenu alkaliów sięgała 30-60% r/r. Również w przypadku polioli spółka nie miała problemów z plasowaniem wolumenów. Dynamika wzrostu w tym okresie sięgała 5-13% r/r. W kolejnych kwartałach czynnik ten nie będzie odgrywał większej roli, a marże produktowe są nieco słabsze. W 2H'16 oczekujemy spadku oczyszczonej EBITDA w tempie 5-13% r/r.

Oczyszczona EBITDA [mln PLN]



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

Dynamika oczyszczonej EBITDA [r/r]



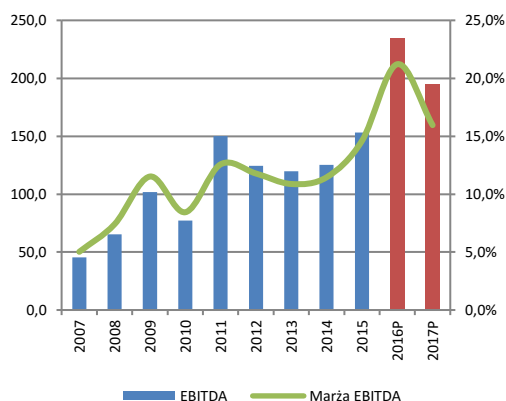
Źródło: BDM S.A., spółka, prognozy własne

Rekordowe wyniki i dywidenda

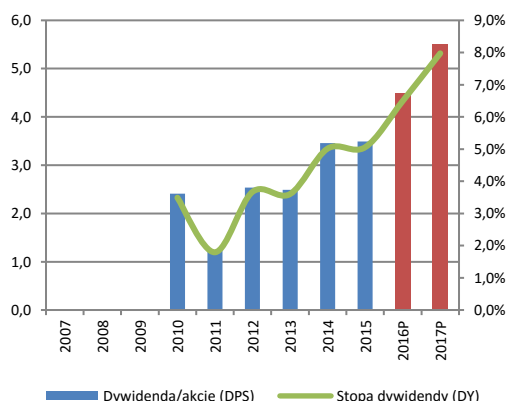
Czynnikiem wspierającym kurs akcji spółki powinna być oczekiwana wysoka dywidenda. Po rekordowych wynikach 2016 roku, wspartych dodatkowo rozliczeniem ok. 40 mln PLN „białych certyfikatów”, oczekujemy wypłaty przynajmniej 5,5 PLN/akcję dywidendy (100% oczyszczonego zysku netto'16), czyli 8% kapitalizacji. W latach 2010-2016 strumień dywidend sięga już 400 mln PLN czyli ok. 30% bieżącej kapitalizacji.

Rekordowe wyniki 2016 roku wspierał przede wszystkim wolumen alkaliów z nowej elektrolizy (start 1/2Q'15) z dynamiką wzrostu 50-60% r/r. Oczekujemy, że kontrybucja segmentu do całorocznej EBITDA grupy to ok. 90 mln PLN z potencjałem wzrostu do ok. 100 mln PLN (40 mln PLN w '15). Również w przypadku polioli spółka dynamicznie zwiększała wolumen sprzedaży (9-13% r/r w 1H'16). W całym roku oczekujemy ok. 54 mln PLN EBITDA vs 61 mln PLN w 2015 roku. W kolejnych latach wyniki powinny być wspierane nowymi inwestycjami w tym obszarze. Potencjał wzrostu EBITDA segmentu oceniamy na 70-100 mln PLN EBITDA (2018-2020).

EBITDA [mln PLN] i marża EBITDA



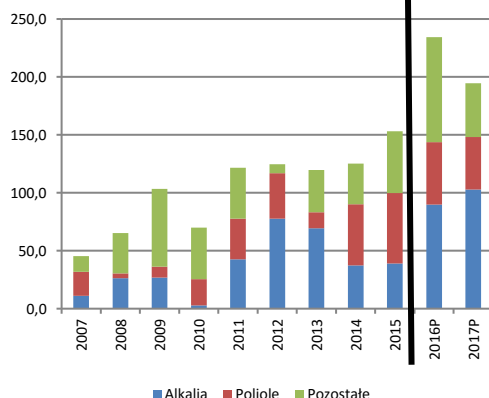
Dywidenda i stopa dywidendy



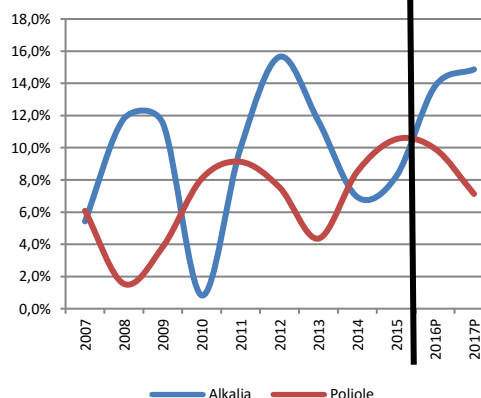
Źródło: BDM S.A., spółka, prognozy własne. LS- EBITDA, PS- marża EBITDA

Źródło: BDM S.A., spółka, prognozy własne. LS- DPS, PS- DY

Kontrybucja gł. segmentów do EBITDA grupy [mln PLN]



Marża EBITDA gł. segmentów



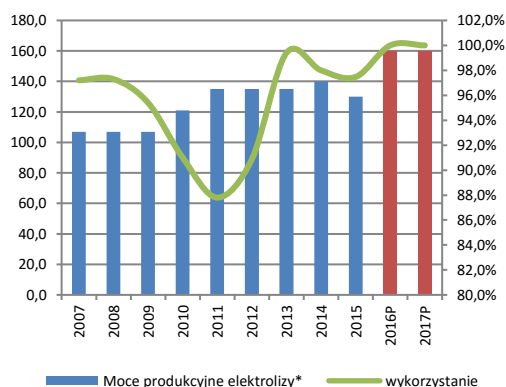
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki i prognozy własne.

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

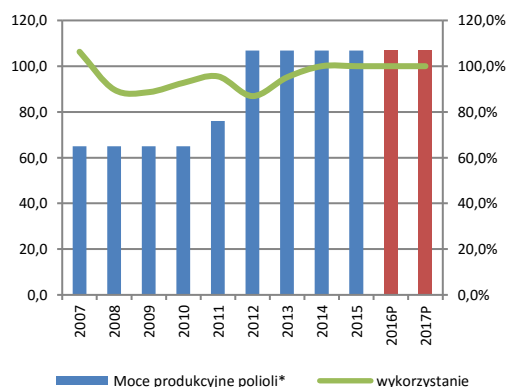
Brak czynników do wzrostu w 2017 roku

W 2016 roku spółka w pełni wykorzystywała moce produkcyjne w alkaliach i poliolach. Był to główny czynnik poprawy wyników w 2016 roku. Szacujemy, że obecnie spółka w pełni wykorzystuje moce produkcyjne i czynnik ten nie będzie wspierał już wyników w 2017 roku. Inwestycje w nowe zdolności produkcyjne, szczególnie w obszarze poliole, będą dostępne efektywnie od 2018 roku.

Moce produkcyjne elektrolizy* i ich wykorzystanie



Moce produkcyjne poliole* i ich wykorzystanie

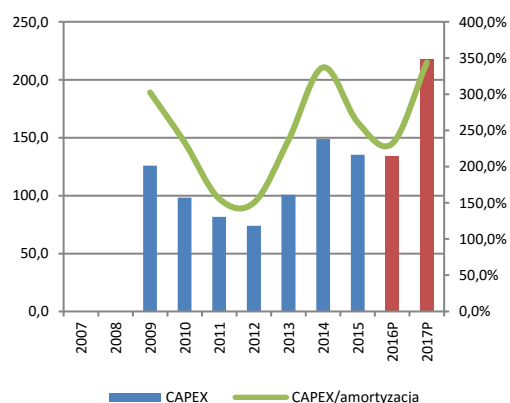


Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki i prognozy własne.*- [tys. ton], w przeliczeniu na ług sodowy (NaOH)

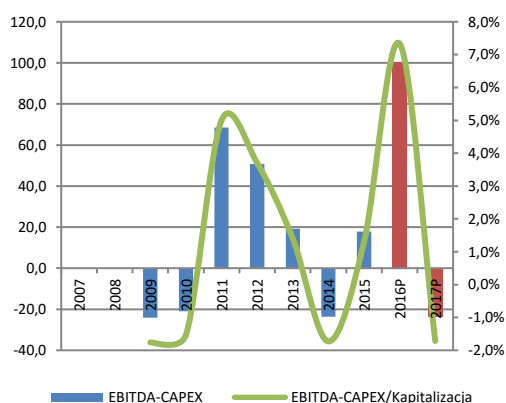
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki i prognozy własne.*- [tys. ton], w przeliczeniu na poliol standardowy

Silny CAPEX 2016-2018P

W latach 2016-2018 plan inwestycyjny spółki wynosi ok. 440 mln PLN, a szczyt inwestycji to 2017 rok (powyżej 200 mln PLN). Inwestycje zwiększą moce produkcyjne efektywnie od 2018 roku. W rezultacie przepływy pieniężne w przyszłym roku mogą być ujemne, a zadłużenie netto przy utrzymaniu praktyki wypłaty dywidendy, wyraźnie wzrośnie (w 2018 r. do 500 mln PLN, 2,5x EBITDA).

CAPEX [mln PLN] i CAPEX/amortyzacja

Źródło: BDM S.A., spółka, prognozy własne. LS- CAPEX PS- CAPEX/amortyzacja

EBITDA-CAPEX [mln PLN] w odniesieniu do MC*

Źródło: BDM S.A., spółka, prognozy własne. LS- EBITDA-CAPEX, PS- EBITDA-CAPEX/kapitalizacja

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

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 CO₂, 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 latach 2010-2016 wyniosła blisko 400 mln PLN, czyli ok. 30% kapitalizacji spółki. Rekordowy wynik finansowy 2016 roku powinien przyczynić się do rekordowej dywidendy (oczek. 5,5 PLN DPS, DY 8%). W rezultacie spółka handlowana jest z premią do podmiotów porównywalnych. Zaprzestanie praktyki wypłaty dywidendy (casus Synthos z marca 2016) mogłoby tę premię zniwelować.

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 12,6 mln ton w Europie), a w przypadku poliole do bardziej konkurencyjnego propylenu/tlenku propylenu. Wg IHS od 2007 roku eksport netto PVC z USA wzrósł o 250%, a sody kaustycznej/ługu o 400% ! Niemniej elektroliza w USA oparta jest głównie na starszej technologii przeponowej (azbest), z której produkt nie nadaje się do wszystkich zastosowań ograniczając tym samym pozycję konkurencyjną. Poza tym w eksporcie produktów z rynku amerykańskiego przeszkadza obecnie silny dolar (EUR/USD ok. 1,1).

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'14 powyżej 6x), 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 długu PCC Exol i PCC MCAA

Spółka poręczyła za zobowiązania PCC Exol do kwoty 30 mln PLN i PCC MCAA do 77 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 (4Q'15-2Q'16) spółka zaskakiwała przede wszystkim wysokim wolumenem sprzedaży alkaliów. Nowa elektroliza membranowa szybko doszła do swoich pełnych mocy produkcyjnych. W kolejnych latach nie będzie już tego efektu. W przypadku poliolu również w 2016 roku wolumen był wyższy od naszych założeń (dobre otoczenie w meblarstwie), a w kolejnych latach nasze założenia zostały podwyższone z uwagi na zakończone 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 3Q'16. Wyższe ceny poliolu wynikają ze wzrostu ropy naftowej. Z kolei wyższe ceny produktów ropopochodnych to niższe notowania alkaliów: tugu sodowego i sody kaustycznej.

Zaktualizowaliśmy ceny kluczowych surowców do 3Q'16. Wyższe ceny propylenu, tlenu propylenu i tlenu etylenu to bezpośrednia przyczyna wzrostu ropy naftowej. Ceny energii elektrycznej dla spółki lekko obniżamy (+1,3% w '16 i 0% w '17 vs 2% poprzednio). Długoterminowo pozostawiamy +2%, co przy płaskich cenach alkaliów będzie negatywnie wpływać na marżę (konserwatywnie). Spółka ma zabezpieczone wolumeny energii i węgla na przyszły rok. Wzrostu cen węgla (+8%, ok. 70 USD/t) spodziewamy się dopiero w 2018 roku.

- **Kursy walut**

Kursy walutowe przyjmujemy zgodnie z aktualną krzywą kontraktów terminowych. Skutkuje to podwyższeniem założeń dla EUR/USD w latach 2016-2017 o ok. 4%, co pozytywnie wpływa na marżę spółki.

- **Teoretyczne marże**

W skutek aktualizacji cen produktów/surowców/kursów walut wzrosły teoretyczne marże szczególnie w poliolach (relatywnie większy wzrost cen poliolu niż propylenu/tlenu propylenu). W kolejnych latach wzrost marż ma wynikać z większej specjalizacji produktowej. W przypadku alkaliów teoretyczne marże pozostały praktycznie bez zmian. Niższe o ok. 2% ceny sody kaustycznej zostały zneutralizowane niższą ceną energii i korzystniejszym EUR/USD.

- **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. 135 mln PLN, czyli na poziomie porównywalnym do 2015 roku (ok. 50 mln PLN w 1H'16). Szczyt inwestycji to 2017 rok (oczekujemy 218 mln PLN), kiedy kończone będą kluczowe inwestycje jak nowy ciąg poliolowy, 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.

- **Koszty uprawnień do emisji CO2**

Ceny uprawnień emisyjnych konserwatywnie zostawiamy na poziomie 9 EUR/t (obecnie ok. 6 EUR/t), co będzie skutkowało kosztami rzędu 2-4 mln PLN rocznie od 2018 roku (spółka ma nadwyżkę praw). Po 2020 roku nie zakładamy kontynuacji systemu ETS.

- **Dywidenda**

Nie zmieniliśmy naszych założeń jeśli chodzi o dywidendę. 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, co oznacza DY na poziomie ok. 8%. W 2017 roku dywidenda powinna być rekordowa (oczek. 5,5 PLN DPS).

- **Białe certyfikaty**

Dzięki redukcji kosztów energetycznych spółka dostała z URE tzw. „certyfikaty białe”, o wartości ok. 40 mln PLN (ceny z TGE). Uznajemy to jako ekwiwalent gotówki i rozliczamy w 3Q'16.

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 0%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 24 października 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1 323 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 66,6 PLN.

Model DCF

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 048,7	1 104,8	1 218,9	1 339,7	1 415,1	1 425,4	1 428,1	1 430,8	1 433,6	1 436,5	1 439,4
EBIT [mln PLN]	101,3	176,6	131,1	137,7	157,2	158,9	163,4	163,7	163,9	164,0	164,0
Stopa podatkowa	7,1%	8,2%	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	14,5	13,1	13,8	15,7	15,9	16,3	16,4	16,4	16,4	16,4
NOPLAT [mln PLN]	94,1	162,1	118,0	123,9	141,5	143,0	147,1	147,3	147,5	147,6	147,6
Amortyzacja [mln PLN]	51,8	57,8	63,4	68,3	69,3	69,6	69,9	70,2	70,5	70,7	71,0
CAPEX [mln PLN]	-135,2	-134,0	-218,0	-103,0	-71,3	-71,3	-71,0	-70,9	-70,8	-70,7	-70,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	5,7	-0,8	-1,7	-1,8	-1,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	16,3	85,1	-38,3	87,5	138,4	141,2	146,0	146,6	147,2	147,6	147,9
DFCF [mln PLN]	-	83,9	-35,1	74,5	109,5	103,7	99,6	92,9	86,6	80,7	75,1
Suma DFCF [mln PLN]		771,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		1 856,3	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		943,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 714,6									
Dług netto* [mln PLN]		391,9									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 322,7									
Ilość akcji [mln szt.]		19,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		66,6									

Przychody zmiana r/r	5,3%	10,3%	9,9%	5,6%	0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	74,4%	-25,8%	5,1%	14,1%	1,1%	2,8%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
FCF zmiana r/r	422,4%	-	-	58,3%	2,0%	3,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%
Marża EBITDA	21,2%	16,0%	15,4%	16,0%	16,0%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
Marża EBIT	16,0%	10,8%	10,3%	11,1%	11,1%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Marża NOPLAT	14,7%	9,7%	9,3%	10,0%	10,0%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
CAPEX / Przychody	12,1%	17,9%	7,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%
CAPEX / Amortyzacja	231,8%	343,8%	150,8%	102,8%	102,4%	101,5%	101,0%	100,5%	100,0%	99,5%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

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	68,4%	65,5%	66,0%	66,7%	66,8%	66,8%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%
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	31,6%	34,5%	34,0%	33,3%	33,2%	33,2%	33,1%	33,1%	33,1%	33,1%
WACC	7,8%	7,6%	7,6%	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										
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	60,9	65,9	72,3	80,6	91,8	107,9	132,7	176,3	272,4
	0,8	57,8	62,4	68,1	75,5	85,3	99,1	119,8	154,3	223,6
	0,9	54,9	59,1	64,3	70,9	79,5	91,5	108,9	136,8	188,8
	1,0	52,2	56,0	60,7	66,6	74,3	84,7	99,5	122,5	162,8
	1,1	49,7	53,2	57,4	62,8	69,6	78,7	91,4	110,6	142,5
	1,2	47,3	50,5	54,4	59,2	65,3	73,3	84,4	100,5	126,4
	1,3	45,1	48,0	51,6	55,9	61,4	68,5	78,1	91,9	113,1

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%	64,2	69,8	76,9	86,3	99,2	118,0	148,2	204,5	345,9
	4,0%	57,8	62,4	68,1	75,5	85,3	99,1	119,8	154,3	223,6
	5,0%	52,2	56,0	60,7	66,6	74,3	84,7	99,5	122,5	162,8
	6,0%	47,3	50,5	54,4	59,2	65,3	73,3	84,4	100,5	126,4
	7,0%	43,0	45,7	48,9	52,9	57,8	64,1	72,6	84,4	102,1
	8,0%	39,2	41,5	44,2	47,4	51,5	56,5	63,1	72,0	84,8
	9,0%	35,7	37,7	40,0	42,7	46,0	50,1	55,4	62,3	71,8

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%	98,1	93,9	89,9	86,3	82,8	79,5	76,5	73,6	70,9
	4,0%	88,7	83,9	79,5	75,5	71,8	68,3	65,0	62,0	59,2
	5,0%	80,6	75,5	70,9	66,6	62,8	59,2	55,9	52,9	50,1
	6,0%	73,6	68,3	63,5	59,2	55,3	51,7	48,5	45,5	42,7
	7,0%	67,4	62,0	57,2	52,9	49,0	45,5	42,3	39,3	36,7
	8,0%	62,0	56,5	51,7	47,4	43,6	40,2	37,0	34,2	31,6
	9,0%	57,2	51,7	46,9	42,7	39,0	35,6	32,6	29,9	27,4

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 24 października 2016 roku.

Porównując wyniki PCC Rokita ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,2 mld PLN, co odpowiada 62,5 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 69,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) PCC Rokita handlowana jest z dyskontem względem mnożnika P/E (2016-2017) i z premią wobec EV/EBITDA. Niemniej premia ta znajduje uzasadnienie w związku z wypłatą hojnych dywidend (DY ok. 8%- 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	16,9	15,8	14,4	8,5	7,9	7,3	14,2	12,7	11,4
COVESTRO*	17,0	16,5	15,2	7,1	6,9	6,3	11,3	11,1	10,0
DOW CHEMICAL	15,4	13,6	13,1	7,9	7,2	6,8	11,3	10,1	9,6
EVONIK INDUSTRIES	15,1	13,3	12,1	6,5	6,1	5,8	9,9	9,2	8,6
SOLVAY	13,3	12,7	11,6	6,3	5,9	5,7	10,7	9,4	8,9
HUNTSMAN	9,8	8,0	7,3	7,2	6,3	5,8	11,6	9,5	8,3
Mediana	15,4	13,6	12,5	7,1	6,3	5,8	11,3	10,1	9,0
PCC ROKITA	9,1	12,9	12,4	7,2	9,5	9,1	9,5	14,1	13,6
Premia/dyskonto do spółki	-40,7%	-5,6%	-0,9%	1,3%	50,7%	55,6%	-15,6%	38,6%	51,5%
Wycena wg wskaźnika	116,4	73,1	69,6	67,9	37,8	35,3	84,6	43,1	36,9
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		86,4			47,0			54,9	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		62,8							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 24.10.2016. * -spółka wydzielona z Bayer

Wycena porównawcza do spółek polskich

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
CIECH	7,4	8,4	10,5	5,7	5,7	6,4	7,7	8,0	9,7
GRUPA AZOTY	15,6	13,6	10,3	6,5	5,9	5,0	13,3	10,9	8,3
ZA PUŁAWY	9,4	11,1	11,3	4,5	5,1	5,1	6,5	7,9	8,1
ZCH POLICE	20,6	11,5	9,7	8,1	7,4	6,3	24,4	11,1	9,1
SYNTHOS	18,1	16,7	13,8	10,2	10,3	9,1	14,5	15,2	13,2
Mediana	15,6	11,5	10,5	6,5	5,9	6,3	13,3	10,9	9,1
PCC ROKITA	9,1	12,9	12,4	7,2	9,5	9,1	9,5	14,1	13,6
Premia/dyskonto do spółki	-41,7%	11,7%	18,4%	11,2%	59,3%	43,8%	-28,0%	29,1%	50,1%
Wycena wg wskaźnika	118,3	61,8	58,3	60,5	34,4	40,2	102,0	48,1	37,5
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		79,5			45,0			62,5	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		62,3							

Źródło: BDM S.A., wg cen z 24.10.2016.

PROGNOZY NA 3Q'16 i 2016 ROK

Po kilku mocnych kwartałach spółka weszła w okres wyższej bazy. Dodatkowo w 3Q'16 trwał kilkudniowy postój remontowy elektrolizy, czego nie było rok temu (inwestycja wystartowała w 2Q/3Q'15). Świadczą o tym dane GUS o produkcji w okresie lipiec-sierpień (spadek ponad 3% r/r). Dotychczas wolumen sprzedaży alkaliów (+53% r/r w 1H'16) był głównym czynnikiem poprawy wyników spółki. W 3Q'16 oczekujemy wciąż dodatniej dynamiki sprzedaży, ale na poziomie ok. 10% r/r. Ceny sody były nieznacznie niższe q/q (-2%) ale wciąż lepsze od ubiegłorocznych (+4% r/r). Otoczenie biznesowe jest dobre. Przez postoje remontowe jednostek chloru (gł. w 2Q'16) zapasy sody kaustycznej (produkt uboczny) spadły wg Eurochlor do poziomu najniższego od wielu lat. W segmencie polioli w 3Q'16 ceny propylenu (+90 EUR/t) rosły szybciej niż polioli (+40 EUR/t q/q), przez co marża nieco spadła. Spółka stara się ją odrobić korzystniejszym mixem sprzedaży. Zakończone bądź będące na ukończeniu inwestycje w tym segmencie (poliestry, prepolimery, sytemy PU) powinny w tym pomóc. Dodatkowo zarząd podjął decyzję o budowie kolejnego ciągu produkcyjnego polioli polieterowych, który z końcem 2017 roku zwiększy efektywne moce produkcyjne o ponad 20%. W samym 3Q'16 oczekujemy słabszego wyniku polioli q/q ale porównywalnego r/r. Z czynników jednorazowych spółka informowała o przyznaniu jej certyfikatów efektywności energetycznej (tzw. białych) o wartości rynkowej ponad 40 mln PLN. Ma to związek gł. z instalacją elektrolizy membranowej i znaczną redukcją energochłonności. W rezultacie oczekujemy, że raportowane wyniki podwoją się. Oczyszczona EBITDA powinna być porównywalna r/r.

Prognozy wyników na 3Q'2016 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16P	zmiana r/r	1-3Q'15	1-3Q'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r
Przychody	277,9	265,5	-4,5%	778,9	814,5	4,6%	1 048,7	1 104,8	5,3%	1 218,9	10,3%
Wynik brutto na sprzedaży	60,9	61,5	1,1%	152,9	211,5	38,4%	226,3	283,8	25,4%	292,0	2,9%
EBITDA	41,2	79,9	94,2%	94,0	186,2	98,0%	153,1	234,4	53,2%	194,5	-17,0%
EBITDA adj.	41,2	39,1	-5,1%	94,0	145,3	54,5%	149,5	193,5	29,5%	194,5	0,5%
EBIT	28,6	65,5	129,4%	57,4	142,6	148,7%	101,3	176,6	74,4%	131,1	-25,8%
Zysk brutto	26,7	62,9	135,2%	49,8	132,2	165,5%	91,3	163,6	79,2%	118,2	-27,7%
Zysk netto	25,9	56,6	118,4%	45,1	121,9	170,4%	84,8	150,1	77,1%	106,4	-29,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,9%	23,2%		19,6%	26,0%		21,6%	25,7%		24,0%	
Marża EBITDA adj.	14,8%	14,7%		12,1%	17,8%		14,3%	17,5%		16,0%	
Marża EBIT	10,3%	24,7%		7,4%	17,5%		9,7%	16,0%		10,8%	
Marża zysku netto	9,3%	21,3%		5,8%	15,0%		8,1%	13,6%		8,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

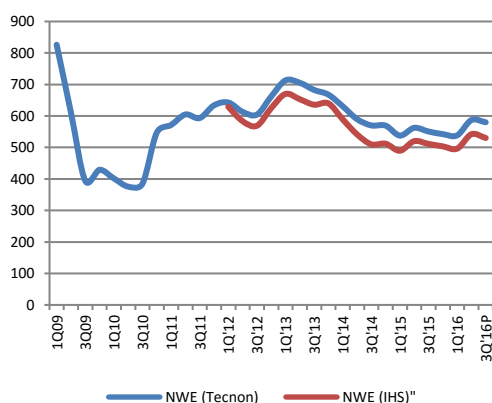
OTOCZENIE RYNKOWE

Otoczenie biznesowe dla spółki było 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

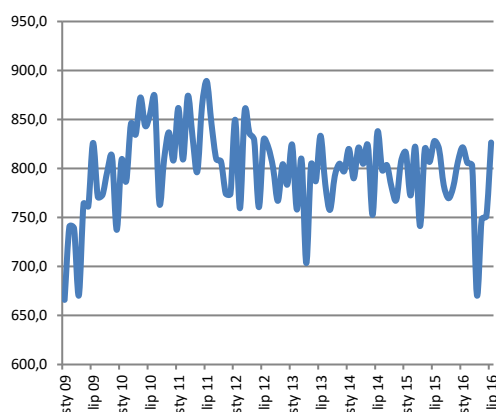
Otoczenie w alkaliach jest dobre w ostatnich kwartałach gł. z uwagi na spadek podaży produktu w Europie. Przez postoje remontowe głównych producentów spadła produkcja chloru, przez co zapasy sody kaustycznej są najniższe od 2009 roku (na koniec lipca'16). Ceny sody rosną o ok. 5% r/r. Marży pomagają niższe zużycie energii elektrycznej (efekt zmiany technologii z rtęciowej na membranową w 1Q/2Q'15) 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]



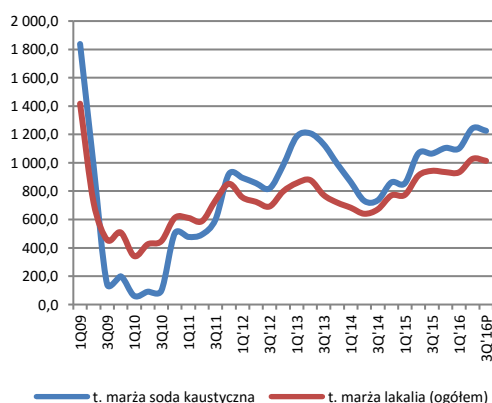
Źródło: DM BDM, Bloomberg

Produkcja chloru w Europie [tys. ton]



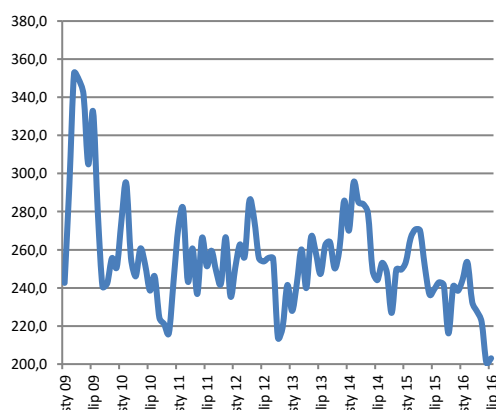
Źródło: DM BDM, Eurochlor

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



Źródło: DM BDM, Bloomberg, szacunki własne

Zapasy sody kaustycznej w Europie [tys. ton]

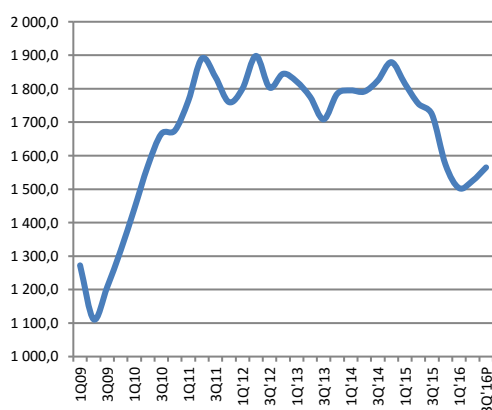


Źródło: DM BDM, Eurochlor

Poliole

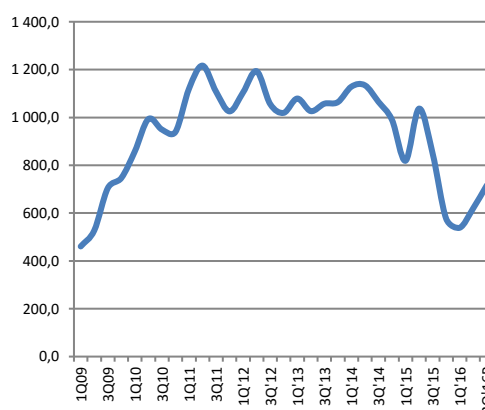
Otoczenie biznesowe w poliolach było bardzo dobre w 4Q'14/1Q'15, co pomogło zniwelować utratę marży w alkaliach przez postój technologiczny na elektrolizie. Wiązało się to ze spadkiem produkcji poliole po awarii w Shell. Obecnie teoretyczne marże na produkcji przez wyższe ceny propylenu spadły do historycznie średnich poziomów. W kolejnych kwartałach oczekujemy presji na ceny propylenu przez rosnące ceny ropy naftowej. Październikowa awaria w BASF Ludwigshafen może mieć również pozytywne przełożenie na ceny podstawowych surowców petrochemicznych w tym propylenu. Dodatkowo wzrosty cen TDI (największe implikacje awarii dla rynku), kluczowego komponentu w produkcji pianek PUR gdzie wykorzystywane są poliole, mogą spowolnić popyt na tym rynku. Obecnie spółka w pełni wykorzystuje moce produkcyjne i podjęta decyzję o ich rozbudowie (+25% efektywnie od 2018 roku).

Ceny poliole [EUR/t]



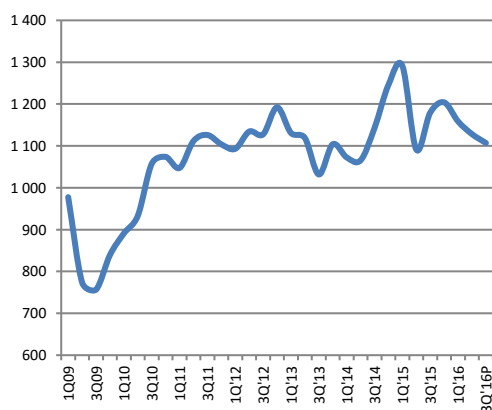
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Ceny propylenu [EUR/t]



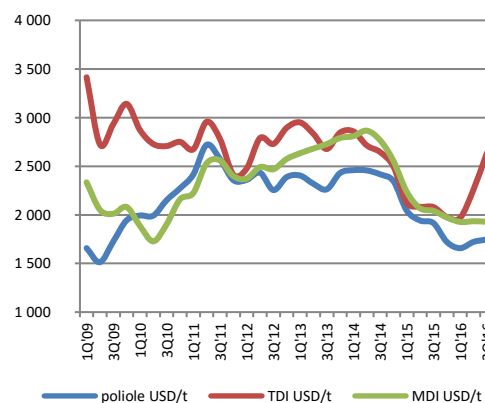
Źródło: DM BDM, Bloomberg

Marża poliol-0,64*propylen [EUR/t]



Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Ceny poliole, TDI i MDI [USD/t]



Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

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).

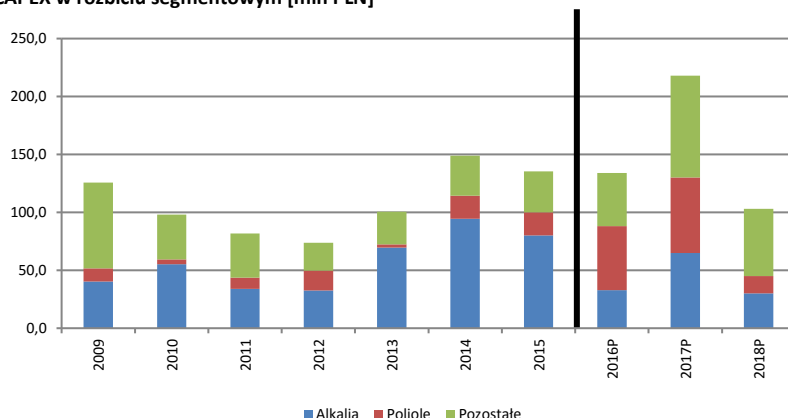
Kluczową inwestycją jest kolejny ciąg polioli polieterowych zwiększający moce produkcyjne o ok. 25%. Koszt inwestycji to blisko 60 mln PLN, a termin zakończenia to koniec 2017 roku. W 2016 roku spółka zakończyła, bądź zakończy inwestycje w polirole poliestrowe, prepolimery czy systemy PUR. Inwestycje o wartości 40-50 mln PLN mają na celu dalszy wzrost mocy produkcyjnych i specjalizacji.

W segmencie alkaliów główne wydatki skupiają się na optymalizacji pracy elektrolizy 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.

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 inwestycję 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

STRUKTURA ZADŁUŻENIA

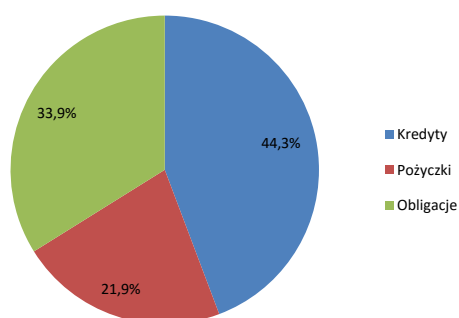
Na koniec 2Q'16 zadłużenie spółki wynosiło ok. 413 mln PLN (netto 379 mln PLN, 1,8x EBITDA), a jego struktura jest relatywnie bezpieczna. Ok. 44% stanowią kredyty głównie z BGK (termin zapadalności 2018-2027), pożyczki NFOŚiGW (22%, zapadalność 2017-2027) i detaliczne obligacje (34%). W 2017 roku oczekujemy rekordowej dywidendy i CAPEX, przez co zadłużenie netto może wzrosnąć do ok. 2,5x EBITDA.

Zadłużenie spółki [mln PLN]

	2013	2014	2015	2Q'16	Uwagi
Kredyty	95,0	143,2	152,3	182,9	
inwestycyjne	81,3	104,8	115,2	127,7	zapadalność 2018-2027
obrotowe/leasing	13,7	38,4	37,1	55,2	
Pożyczki	60,7	102,5	113,8	90,4	z NFOŚiGW i WFOŚiGW na elektrolizę, zapadalność 2017-2027
Obligacje	104,0	117,0	120,0	140,0	
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%
RAZEM	259,7	362,7	386,1	413,3	

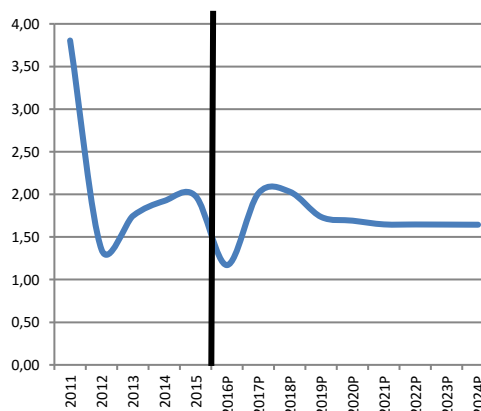
Źródło: BDM S.A. spółka.

Struktura zadłużenia spółki w 2Q'16



Źródło: BDM S.A. spółka.

DN/EBITDA- prognoza



Źródło: BDM S.A. spółka. Szacunki własne

ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2016-2018

W 2016 roku podwyższenie EBITDA wynika gł. z rozliczenia białych certyfikatów (ok. 40 mln PLN w 3Q'16) i z segmentu chlorowego, gdzie spółka prezentowała w 2016 roku wyższe od oczekiwań wolumeny sprzedaży i oszczędności na kosztach energii. W latach 2017-2018 EBITDA jest wyższa o ok. 12% gł. dzięki segmentowi polioli. Przez wyższe ceny ropy naftowej (+20%) oczekujemy wzrostów cen polioli (ok.10%) przekraczających zwwyżkę propylenu/tlenku propylenu. Efektem jest znacznie wyższa jednostkowa marża, co przy lepszym wolumenie (efekty inwestycji w poliole poliestrowe, prepolimery, systemy PUR, nowy ciąg polieterowych od 2018 roku) przyczyniło się do znacznego podniesienia założeń.

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

	2016P			2017P			2018P		
	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Przychody*	1 037,8	1 104,8	6,5%	1 134,3	1 218,9	7,5%	1 176,3	1 339,7	13,9%
<i>Kompleks Chlorowy</i>	354,5	381,4	7,6%	369,9	369,4	-0,1%	360,3	359,3	-0,3%
<i>Kompleks Rokopole</i>	527,0	544,6	3,3%	613,3	636,0	3,7%	664,2	756,9	14,0%
<i>Kompleks Fosforopochodne</i>	99,7	96,5	-3,2%	101,7	98,4	-3,2%	103,7	108,2	4,4%
<i>Kompleks Energetyczny</i>	26,1	29,2	11,8%	26,2	26,1	-0,3%	26,2	26,2	-0,3%
<i>Kompleks Zarządzania</i>	30,5	39,0	27,8%	23,3	89,0	282,1%	21,9	89,0	306,5%
<i>Pozostałe/wyłączenia</i>	-	14,1		-	-		-	-	
EBITDA	171,3	234,4	36,8%	172,8	194,5	12,5%	184,0	206,0	11,9%
<i>Kompleks Chlorowy</i>	74,2	89,7	21,0%	109,2	102,8	-5,9%	87,7	84,4	-3,8%
<i>Kompleks Rokopole</i>	55,0	54,1	-1,6%	17,6	45,3	157,2%	48,0	69,2	44,1%
<i>Kompleks Fosforopochodne</i>	7,0	4,9	-30,2%	8,1	6,9	-14,6%	9,3	9,5	1,7%
<i>Kompleks Energetyczny</i>	26,9	30,8	14,4%	29,7	28,4	-4,4%	30,9	31,7	2,8%
<i>Kompleks Zarządzania</i>	8,2	49,0	494,2%	8,2	11,1	35,0%	8,1	11,2	37,9%
<i>Pozostałe/wyłączenia</i>	-	6,0		-	-		-	-	
EBIT	117,4	176,6	50,5%	116,7	131,1	12,3%	127,7	137,7	7,8%
Zysk brutto	97,3	163,6	68,2%	95,4	118,2	24,0%	106,4	122,6	15,2%
Zysk netto	87,5	150,1	71,5%	85,8	106,4	24,0%	95,8	110,3	15,2%
Marża EBITDA	16,5%	21,2%		15,2%	16,0%		15,6%	15,4%	
Marża EBIT	11,3%	16,0%		10,3%	10,8%		10,9%	10,3%	
Marża netto	8,4%	13,6%		7,6%	8,7%		8,1%	8,2%	
Ropa Brent [USD/bbl]	37,8	45,7	21,0%	44,2	53,4	20,8%	48,1	55,8	16,0%
Polirole standard [EUR/t]	1 393,6	1 544,5	10,8%	1 538,5	1 713,6	11,4%	1 613,0	1 736,5	7,7%
Soda kaustyczna [USD/t]	584,1	571,3	-2,2%	562,2	550,1	-2,1%	551,2	544,6	-1,2%
Tlenek propylenu [USD/t]	1 246,2	1 524,1	22,3%	1 657,7	1 779,6	7,4%	1 654,7	1 733,0	4,7%
Propylen [EUR/t]	597,5	649,1	8,6%	681,3	746,7	9,6%	725,8	760,4	4,8%
Tlenek etylenu [USD/t]	954,4	1 312,4	37,5%	1 117,3	1 533,7	37,3%	1 216,2	1 602,8	31,8%
EUR/PLN	4,33	4,35	0,4%	4,36	4,37	0,2%	4,36	4,40	1,0%
EUR/USD	1,07	1,12	4,4%	1,10	1,14	3,3%	1,12	1,17	3,8%
Teoret.marża alkalia [PLN/t]	958,0	990,5	3,4%	1 066,7	1 056,4	-1,0%	970,8	981,6	1,1%
Teoret. marża polirole [PLN/t]	1 578,8	1 074,3	-32,0%	959,1	1 017,0	6,0%	1 350,1	1 506,7	11,6%
Teoret. marża polirole st.** [PLN/t]	1 184,4	945,5	-20,2%	452,0	821,9	81,8%	874,3	1 223,5	39,9%
Poliol-0,64propylen [EUR/t]	1 011,2	1 129,1	11,7%	1 102,4	1 235,7	12,1%	1 148,5	1 249,8	8,8%
Zagregowany wolumen alkaliów [tys. ton]	229,1	255,8	11,6%	252,3	253,0	0,3%	252,3	248,9	-1,3%
Zagregowany wolumen polirole [tys. ton]	72,79	82,4	13,2%	78,0	85,5	9,6%	81,4	98,7	21,2%

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

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	45,7	53,4	55,8	57,6	59,3	59,3	59,3	59,3	59,3	59,3
zmiana r/r	-8,4%	-46,1%	-14,9%	16,9%	4,5%	3,3%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny produktów												
Poliol standard [EUR/t]	1 822,6	1 716,7	1 544,5	1 713,6	1 736,5	1 751,0	1 762,7	1 762,7	1 762,7	1 762,7	1 762,7	1 762,7
zmiana r/r	2,8%	-5,8%	-10,0%	10,9%	1,3%	0,8%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chlor [USD/t]	162,1	169,5	184,5	193,5	196,1	197,9	199,7	199,7	199,7	199,7	199,7	199,7
zmiana r/r	-13,1%	4,6%	8,8%	4,9%	1,3%	1,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Soda kaustyczna [USD/t]	590,0	548,3	571,3	550,1	544,6	540,7	537,1	537,1	537,1	537,1	537,1	537,1
zmiana r/r	-14,8%	-7,1%	4,2%	-3,7%	-1,0%	-0,7%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny surowców												
Energia spot TGE [PLN/MWh]	184,5	157,0	165,0	165,0	168,3	171,7	175,1	178,6	182,2	185,9	189,6	193,4
zmiana r/r	17,7%	-14,9%	5,1%	0,0%	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	266,0	271,3	276,8	282,3	288,0	293,7	299,6	305,6
zmiana r/r	-5,0%	-3,0%	0,0%	0,0%	8,0%	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	1 524,1	1 779,6	1 733,0	1 748,8	1 770,7	1 745,6	1 745,6	1 745,6	1 745,6	1 745,6
zmiana r/r	0,4%	-23,5%	-4,7%	16,8%	-2,6%	0,9%	1,3%	-1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Propylen [EUR/t]	1 079,5	820,6	649,1	746,7	760,4	769,1	776,2	776,2	776,2	776,2	776,2	776,2
zmiana r/r	2,2%	-24,0%	-20,9%	15,0%	1,8%	1,1%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tlenek etylenu [USD/t]	1 833,8	1 357,6	1 312,4	1 533,7	1 602,8	1 655,3	1 704,7	1 704,7	1 704,7	1 704,7	1 704,7	1 704,7
zmiana r/r	-3,6%	-26,0%	-3,3%	16,9%	4,5%	3,3%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kursy walut												
EUR/PLN	4,19	4,18	4,35	4,37	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
USD/PLN	3,16	3,77	3,89	3,85	3,78	3,70	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62
EUR/USD	1,33	1,11	1,12	1,14	1,17	1,19	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21
Produkcja												
Łąg sodowy [tys. ton]	137,2	126,7	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0
wykorzystanie mocy	98,0%	97,5%	100,0%	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	990,5	1 056,4	981,6	926,4	877,7	850,7	838,7	826,4	813,9	801,1
zmiana r/r	-14,6%	28,6%	11,0%	6,7%	-7,1%	-5,6%	-5,3%	-3,1%	-1,4%	-1,5%	-1,5%	-1,6%
Teoret. marża polioli [PLN/t]	1 257,7	1 416,2	1 074,3	1 017,0	1 506,7	1 695,0	1 777,1	1 848,3	1 848,3	1 848,3	1 848,3	1 848,3
zmiana r/r	-3,6%	12,6%	-24,1%	-5,3%	48,2%	12,5%	4,8%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Teoret. marża polioli st* [PLN/t]	1 193,9	1 317,0	945,5	821,9	1 223,5	1 345,5	1 434,4	1 513,7	1 513,7	1 513,7	1 513,7	1 513,7
zmiana r/r	20,5%	10,3%	-28,2%	-13,1%	48,9%	10,0%	6,6%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Poliol-0,64*propylen [EUR/t]	1 131,7	1 191,5	1 129,1	1 235,7	1 249,8	1 258,8	1 265,9	1 265,9	1 265,9	1 265,9	1 265,9	1 265,9
zmiana r/r	3,2%	5,3%	-5,2%	9,4%	1,1%	0,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

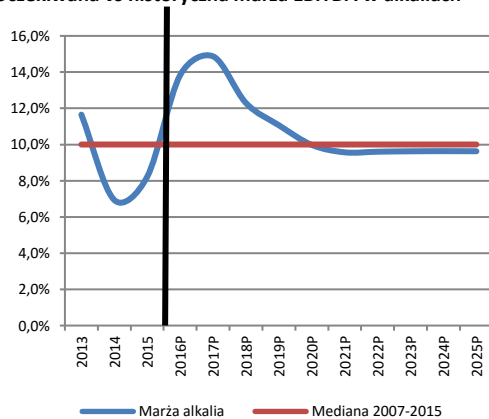
Główne założenia roczne [mln PLN]

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 092,9	1 048,7	1 104,8	1 218,9	1 339,7	1 415,1	1 425,4	1 428,1	1 430,8	1 433,6	1 436,5	1 439,4
Kompleks Chlorowy	287,9	244,8	381,4	369,4	359,3	351,8	344,6	344,6	344,6	344,6	344,6	344,6
Kompleks Rokopole*	618,7	577,7	544,6	636,0	756,9	829,0	834,5	834,5	834,5	834,5	834,5	834,5
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	26,1	26,2	26,2	26,3	26,4	26,4	26,5	26,6	26,7
Kompleks Zarządzania	29,2	40,7	39,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0
Pozostałe/wyłączenia	44,4	64,3	14,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	125,2	153,1	234,4	194,5	206,0	226,5	228,6	233,3	233,9	234,4	234,7	235,0
Kompleks Chlorowy	37,4	38,9	89,7	102,8	84,4	74,7	66,4	63,2	63,5	63,6	63,7	63,6
Kompleks Rokopole*	52,7	60,8	54,1	45,3	69,2	94,7	102,6	109,8	109,4	109,0	108,6	108,2
Kompleks Fosforopochodne	0,5	5,8	4,9	6,9	9,5	11,2	13,1	13,4	13,7	13,9	14,2	14,5
Kompleks Energetyczny	18,8	24,3	30,8	28,4	31,7	34,5	34,9	35,3	35,8	36,2	36,6	37,1
Kompleks Zarządzania	9,9	14,7	49,0	11,1	11,2	11,3	11,5	11,5	11,6	11,6	11,6	11,6
Pozostałe/wyłączenia	5,9	8,5	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	81,0	101,3	176,6	131,1	137,7	157,2	158,9	163,4	163,7	163,9	164,0	164,0
Zysk brutto	75,8	91,3	163,6	118,2	122,6	141,9	143,7	148,2	148,6	148,8	148,9	148,9
Zysk netto	71,2	84,8	150,1	106,4	110,3	127,7	129,4	133,4	133,7	133,9	134,0	134,0
Marża EBITDA	11,5%	14,6%	21,2%	16,0%	15,4%	16,0%	16,0%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
Kompleks Chlorowy	6,9%	8,2%	13,8%	14,9%	12,3%	11,1%	10,0%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Kompleks Rokopole*	8,5%	10,5%	9,9%	7,1%	9,1%	11,4%	12,3%	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%	13,0%
Kompleks Fosforopochodne	0,5%	6,1%	5,0%	7,0%	8,8%	9,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Kompleks Energetyczny	25,0%	29,0%	33,4%	31,2%	31,9%	32,9%	32,8%	32,7%	32,5%	32,4%	32,3%	32,2%
Kompleks Zarządzania	12,9%	17,3%	55,0%	12,4%	12,6%	12,7%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	13,1%	13,0%
Marża EBIT	7,4%	9,7%	16,0%	10,8%	10,3%	11,1%	11,1%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Marża brutto	6,9%	8,7%	14,8%	9,7%	9,1%	10,0%	10,1%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,3%
Marża netto	6,5%	8,1%	13,6%	8,7%	8,2%	9,0%	9,1%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%

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

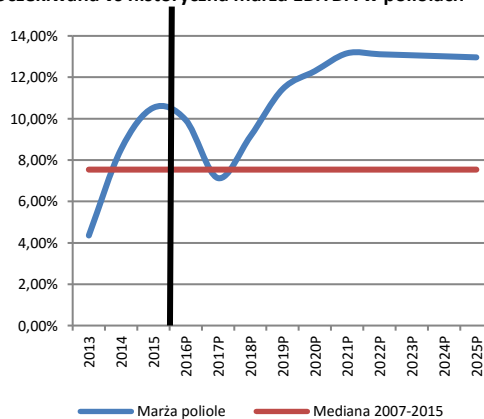
*- poliole

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

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	917,4	1 001,6	1 074,8	1 229,4	1 264,1	1 266,0	1 267,7	1 268,7	1 269,4	1 269,7	1 269,7	1 269,4
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	1 230,0	1 231,7	1 232,7	1 233,4	1 233,7	1 233,7	1 233,4
Aktywa obrotowe	322,7	267,2	319,5	250,8	239,9	267,7	269,4	272,9	273,0	273,3	273,9	274,7
Zapasy	83,7	71,0	74,7	82,5	90,6	95,7	96,4	96,6	96,8	97,0	97,2	97,4
Należności krótkoterminowe	110,6	107,3	113,0	124,6	136,9	144,5	145,6	145,9	146,1	146,4	146,7	147,0
Inwestycje krótkoterminowe	128,4	88,9	131,7	43,7	12,4	27,4	27,4	30,4	30,0	29,9	30,0	30,3
-środki pieniężne i ekwiwalenty	122,0	83,1	125,9	37,9	6,6	21,7	21,6	24,6	24,2	24,1	24,2	24,5
Aktywa razem	1 240,1	1 268,8	1 394,2	1 480,1	1 504,0	1 533,7	1 537,1	1 541,6	1 542,4	1 543,0	1 543,6	1 544,1
Kapitał (fundusz) własny	586,4	601,8	663,0	660,2	664,1	681,4	683,1	687,2	687,5	687,7	687,8	687,8
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	579,3	594,8	656,0	653,1	657,1	674,4	676,1	680,2	680,4	680,6	680,7	680,7
Zysk (strata) netto okresu	71,2	84,8	150,1	106,4	110,3	127,7	129,4	133,4	133,7	133,9	134,0	134,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	653,6	666,9	731,2	820,0	839,8	852,3	854,0	854,4	854,9	855,3	855,8	856,3
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	263,7	282,4	302,3	314,7	316,4	316,9	317,3	317,8	318,3	318,8
-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
Pasywa razem	1 240,1	1 268,8	1 394,2	1 480,1	1 504,0	1 533,7	1 537,1	1 541,6	1 542,4	1 543,0	1 543,6	1 544,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	1 092,9	1 048,7	1 104,8	1 218,9	1 339,7	1 415,1	1 425,4	1 428,1	1 430,8	1 433,6	1 436,5	1 439,4
Koszty produktów, tow. i materiałów	889,4	822,5	821,0	926,8	1 031,0	1 081,2	1 087,4	1 088,1	1 088,7	1 089,4	1 090,3	1 091,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	203,5	226,3	283,8	292,0	308,7	333,9	338,0	339,9	342,1	344,2	346,2	348,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	126,6	127,8	150,7	158,7	167,2	172,8	175,0	176,5	178,4	180,3	182,2	184,1
Zysk (strata) na sprzedaży	77,0	98,5	133,1	133,3	141,5	161,1	163,0	163,4	163,7	163,9	164,0	164,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	4,1	2,8	43,5	-2,2	-3,8	-3,9	-4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	125,2	153,1	234,4	194,5	206,0	226,5	228,6	233,3	233,9	234,4	234,7	235,0
EBIT	81,0	101,3	176,6	131,1	137,7	157,2	158,9	163,4	163,7	163,9	164,0	164,0
Saldo działalności finansowej	-6,2	-10,0	-13,1	-12,9	-15,1	-15,3	-15,2	-15,2	-15,1	-15,1	-15,1	-15,1
Zysk (strata) brutto	75,8	91,3	163,6	118,2	122,6	141,9	143,7	148,2	148,6	148,8	148,9	148,9
Zysk (strata) netto	71,2	84,8	150,1	106,4	110,3	127,7	129,4	133,4	133,7	133,9	134,0	134,0
CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	164,6	149,2	221,3	182,1	193,2	212,0	214,1	218,5	219,0	219,5	219,8	220,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-150,2	-130,8	-132,1	-216,6	-102,8	-71,3	-71,2	-70,8	-70,7	-70,6	-70,5	-70,4
Przepływy z działalności finansowej	57,1	-57,2	-46,3	-53,5	-121,7	-125,7	-143,0	-144,7	-148,8	-149,0	-149,2	-149,3
Przepływy pieniężne netto	71,5	-38,8	42,8	-88,0	-31,3	15,1	0,0	3,0	-0,4	-0,2	0,1	0,3
Środki pieniężne na początek okresu	50,5	122,0	83,1	125,9	37,9	6,6	21,7	21,6	24,6	24,2	24,1	24,2
Środki pieniężne na koniec okresu	122,0	83,1	125,9	37,9	6,6	21,7	21,6	24,6	24,2	24,1	24,2	24,5

Źródło: BDM S.A.

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%	10,3%	9,9%	5,6%	0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	22,3%	53,2%	-17,0%	5,9%	10,0%	0,9%	2,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%
EBIT zmiana r/r	25,0%	74,4%	-25,8%	5,1%	14,1%	1,1%	2,8%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Zysk netto zmiana r/r	19,0%	77,2%	-29,1%	3,7%	15,7%	1,3%	3,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Marża brutto na sprzedaży	21,6%	25,7%	24,0%	23,0%	23,6%	23,7%	23,8%	23,9%	24,0%	24,1%	24,2%
Marża EBITDA	14,6%	21,2%	16,0%	15,4%	16,0%	16,0%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
Marża EBIT	9,7%	16,0%	10,8%	10,3%	11,1%	11,1%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Marża brutto	8,7%	14,8%	9,7%	9,1%	10,0%	10,1%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,3%
Marża netto	8,1%	13,6%	8,7%	8,2%	9,0%	9,1%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
COGS / przychody	78,4%	74,3%	76,0%	77,0%	76,4%	76,3%	76,2%	76,1%	76,0%	75,9%	75,8%
SG&A / przychody	12,2%	13,6%	13,0%	12,5%	12,2%	12,3%	12,4%	12,5%	12,6%	12,7%	12,8%
SG&A / COGS	15,5%	18,4%	17,1%	16,2%	16,0%	16,1%	16,2%	16,4%	16,5%	16,7%	16,9%
ROE	14,1%	22,6%	16,1%	16,6%	18,7%	18,9%	19,4%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
ROA	6,7%	10,8%	7,2%	7,3%	8,3%	8,4%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
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%	39,9%	43,6%	43,5%	42,9%	42,8%	42,7%	42,6%	42,6%	42,6%	42,6%
D / E	64,1%	66,5%	77,4%	77,0%	75,0%	74,8%	74,4%	74,3%	74,3%	74,3%	74,3%
Dług / kapitał własny	64,1%	66,5%	77,4%	77,0%	75,0%	74,8%	74,4%	74,3%	74,3%	74,3%	74,3%
Dług netto	302,9	315,1	473,1	504,5	489,4	489,4	486,4	486,8	487,0	486,9	486,5
Dług netto / kapitał własny	50,3%	47,5%	71,7%	76,0%	71,8%	71,6%	70,8%	70,8%	70,8%	70,8%	70,7%
Dług netto / EBITDA	2,0	1,3	2,4	2,4	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Dług netto / EBIT	3,0	1,8	3,6	3,7	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
EV	1 672,8	1 685,0	1 843,0	1 874,3	1 859,3	1 859,3	1 856,3	1 856,7	1 856,8	1 856,7	1 856,4
Dług / EV	23,1%	26,2%	27,7%	27,3%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
CAPEX / Przychody	12,9%	12,1%	17,9%	7,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%
CAPEX / Amortyzacja	261,3%	231,8%	343,8%	150,8%	102,8%	102,4%	101,5%	101,0%	100,5%	100,0%	99,5%
Amortyzacja / Przychody	4,9%	5,2%	5,2%	5,1%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Zmiana KO / Przychody	-0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,9%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
P/E*	16,2	9,1	12,9	12,4	10,7	10,6	10,3	10,2	10,2	10,2	10,2
P/BV*	2,3	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
P/CE*	10,0	6,6	8,1	7,7	7,0	6,9	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
EV/EBITDA*	10,9	7,2	9,5	9,1	8,2	8,1	8,0	7,9	7,9	7,9	7,9
EV/EBIT*	16,5	9,5	14,1	13,6	11,8	11,7	11,4	11,3	11,3	11,3	11,3
EV/S*	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
BVPS	30,3	33,4	33,3	33,5	34,3	34,4	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
EPS	4,3	7,6	5,4	5,6	6,4	6,5	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
CEPS	6,9	10,5	8,6	9,0	9,9	10,0	10,2	10,3	10,3	10,3	10,3
FCFPS	7,0	7,1	7,4	7,4	7,4	7,4	7,5	7,2	0,0	0,0	0,0
DPS w okresie	3,5	4,5	5,5	5,4	5,6	6,4	6,5	6,7	6,7	6,7	6,7
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 69,0 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

Specjalista ds. analiz
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
paliwa, materiały budowlane, budownictwo

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: marek.jurzec@bdm.pl
IT, przemysł

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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	65,0	Akumuluj	49,9	24.10.2016	12:15 CEST	69,0	48 280
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 4Q'16:

Kupuj	1	20%
Akumuluj	3	60%
Trzymaj	1	20%
Redukuj	0	0%
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

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.

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).

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.

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 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 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 instrumentie 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 24.10.2016 roku o godzinie 12:15 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 27.10.2016 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 niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości 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 24.10.2016 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.**
- 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 rekomendującą, 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 zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.