



Dom Maklerski BDM S.A.

PCC ROKITA

RAPORT ANALITYCZNY

W 4Q'17 europejskie ceny sody kaustycznej notują wzrost rzędu 40% r/r, co powinno przełożyć się na rekordowe wyniki 4Q'17 i 2018 roku (czołowi producenci informują o kolejnych podwyżkach). Rynekowi sprzyja bardzo dobry popyt z branży producentów aluminium i celulozy przy ograniczonej podaży gł. z Chin (efekt kontroli środowiskowych). Dodatkowo wymagające przepisy środowiskowe w Europie przyczynią się do zamknięcia ok. 8% zdolności produkcyjnych w starej technologii. Liczymy, że spółka maksymalnie wykorzysta sprzyjające otoczenie rynkowe rozbudowując moce produkcyjne elektrolizy (w raporcie za 3Q'17 wskazuje na dwa dodatkowe elektrolizery). Tym samym zdecydowaliśmy się podnieść prognozy wyników finansowych na 4Q'17 i w szczególności 2018 rok (o 20%- kolejne lata bez większych zmian) podwyższając jednocześnie rekomendację z Akumuluj do KUPUJ z ceną docelową 111,0 PLN/akcję.

Oczyszczona EBITDA w 3Q'17 wzrosła o 21% r/r i była wyższa od naszych oczekiwań o ok. 8%. Jesteśmy zbudowani mocną strukturą wyniku. EBITDA w dwóch kluczowych segmentach (Chloropochodne i PUR) była lepsza od naszych oczekiwań o ok. 23%. Okres 3Q to generalnie czas postojów remontowych, który w tym roku był bardziej dotkliwy dla spółki. Na elektrociepłowni trwały gruntowne prace związane z przebudową układu wyprowadzania spalin i modernizacji mokrej IOS.

W 3Q'17 spółka odnotowała ok. 30% r/r wzrost cen sody kaustycznej (lepiej od oczekiwań) i 11% r/r wzrost cen łągu. Na rynek wpływały czynniki porównywalne do tych w 1H'17, czyli ograniczenie podaży sody chińskiej w związku z decyzjami środowiskowymi tamtejszych władz. Pozytywny wpływ na ceny miał również huragan Irma. W PUR problemem nadal pozostaje ograniczona dostępność TDI i MDI, co negatywnie wpływa na wolumen sprzedaży polioli. Nie ma sygnałów, żeby problem ten szybko ustąpił.

Mimo wysokiej bazy wynikowej w 4Q'17 liczymy, że spółka utrzyma dwucyfrowe tempo wzrostu oczyszczonej EBITDA. Wskazujemy na ok. 36% r/r wzrost cen sody kaustycznej (licząc w USD) i szczyt sezonu na polirole (najlepsze w roku wolumeny i tańszy propylen). Dotychczas spółka pozytywnie zaskakiwała nas wynikami i wierzymy, że tak będzie w kolejnych okresach.

Na rok 2017 podwyższyliśmy założenia EBITDA (z września'17) o ok. 7%. Na 2018 rok nasza prognoza poszła w górę o ok. 20% głównie dzięki doskonałemu otoczeniu w alkaliach (jeszcze jedna podwyżka w 1Q'18, średniorocznie ceny sody kaustycznej +25% r/r vs +15% w '17). W kolejnych latach prognozy pozostały bez większych zmian. W 2019 roku mimo założonej ok. 10% r/r korekcie cen sody efekt ten powinien zostać zneutralizowany wolumenami sprzedaży (rozbudowa mocy do 230 tys. ton NaOH- dwa nowe elektrolizery w 2018 roku). Szacujemy, że w 2019 roku mogą one wzrosnąć nawet o 17% r/r (+7% r/r w '18).

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1 092,9	1 048,7	1 107,2	1 257,3	1 327,3	1 367,0
EBITDA adj. [mln PLN]	125,2	149,5	223,5	254,5	326,7	320,1
EBITDA [mln PLN]	125,2	153,1	292,7	254,5	326,7	320,1
EBIT [mln PLN]	81,0	101,3	234,3	190,2	254,9	243,2
Wynik netto [mln PLN]	71,2	84,8	202,7	157,8	212,1	199,2
P/BV	3,0	2,9	2,4	2,4	2,2	2,3
P/E	24,5	20,6	8,6	11,1	8,2	8,8
EV/EBITDA	15,9	13,4	7,0	8,4	6,9	7,1
EV/EBIT	23,3	19,3	8,2	10,5	8,3	8,8
DPS w okresie	3,5	3,5	4,5	7,6	8,0	10,7
DY	3,9%	4,0%	5,1%	8,6%	9,0%	12,1%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 111,0 PLN

22 LISTOPAD 2017, 14:56 CEST

Wycena DCF [PLN]	119,5
Wycena porównawcza [PLN]	98,2
Wycena końcowa [PLN]	111,0
Potencjał do wzrostu / spadku	26,1%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	88,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 747,1
Ilość akcji [mln. szt.]	19,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	96,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	86,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-1,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-0,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	33,5%
Struktura akcjonariatu*:	
PCC SE	89,4%
Pozostali	10,6%

*- liczba głosów na WZA

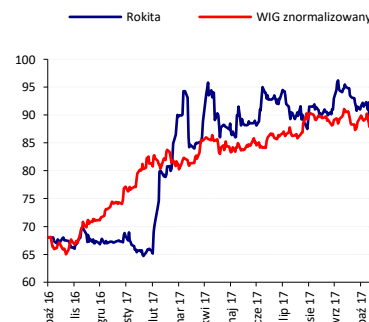
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
BARDZO MOCNA KONIUNKTURA W ALKALIACH	3
DOBRE ZACHOWANIE AMERYKAŃSKICH SPÓŁEK SODOWYCH	4
DALSZA ROZBUDOWA MOCY PRODUKCYJNYCH ELEKTROLIZY- ELIMINACJA „WĄSKICH GARDEŁ”	5
POZYTYWNE ZASKOCZENIA WYNIKOWE	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	12
WYNIKI 3Q'17	13
PROGNOZY NA 4Q'17 I PERSPEKTYWY 2018.....	14
OTOCZENIE RYNKOWE	16
ALKALIA	16
KONIEC ELEKTROLIZY RTĘCIOWEJ W EUROPIE OD 2018 ROKU- AKTUALIZACJA	17
POLIOLE	18
NOTOWANIA POLIOLI A MDI/TDI.....	19
NAKŁADY INWESTYCYJNE- AKTUALIZACJA	20
POTENCJALNE NOWE INWESTYCJE PO 2018 ROKU.....	22
STRUKTURA ZADŁUŻENIA.....	23
ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2017-2019	24
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026	25
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	27

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 119,5 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 103,4-92,9 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. 9%). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 111,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	60%	119,5
Wycena metodą porównawczą [PLN]	40%	98,2
do spółek zagranicznych		103,4
do spółek polskich		92,9
Wycena spółki [PLN]		111,0

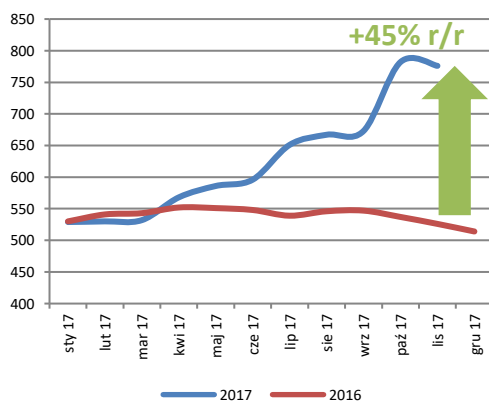
Źródło: BDM S.A.

Bardzo mocna koniunktura w alkaliach

Ceny alkaliów (ługu sodowego/sody kaustycznej) znajdują się w wyraźnym trendzie wzrostowym. Silny popyt z przemysłu (głównie od producentów aluminium i celulozy) 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. Obecnie ceny rosną >40% licząc w USD, a producenci sygnalizują kolejne podwyżki na 2018 rok.

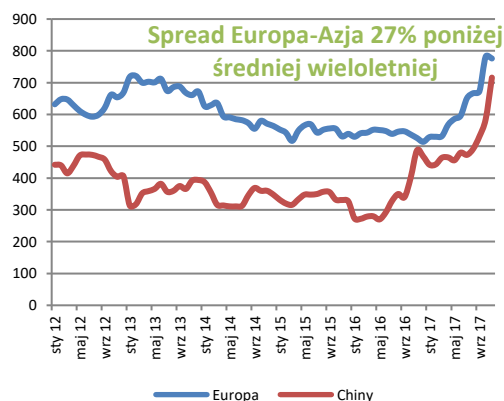
Rynek powinien pozostać mocny także w 2018 roku przez wyłączenia mocy produkcyjnych w Europie (przez dyrektywę o emisjach przemysłowych z rynku wypadnie 0,92 mln ton mocy chloru czyli ok. 8% ogółu zdolności, i ok. 10% rocznej produkcji).

Ceny sody kaustycznej NWE [EUR/t]



Źródło: DM BDM, Bloomberg

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



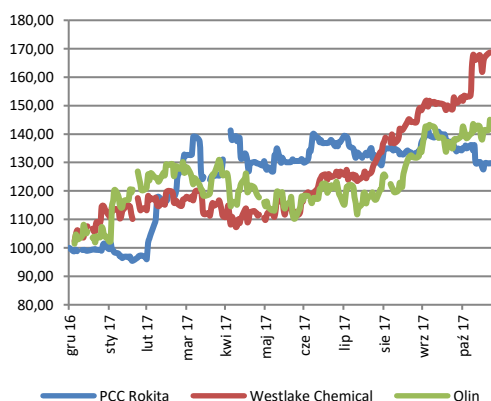
Źródło: DM BDM, Bloomberg

Dobre zachowanie amerykańskich spółek sodowych

Kursy amerykańskich producentów sody kaustycznej i chloroalkaliów notują w 2017 roku wzrosty rzędu 60-40% przy 30% wzroście PCC Rokita (YTD). Spółki w swoich raportach/prezentacjach/komentarzach wskazują na wzrosty cen sody (także w 2018 roku) dzięki wysokiemu popytowi od producentów gł. celulozy i aluminium przy bardzo ograniczonej podaży z Chin (kontrole środowiskowe) i Europy w 2018 roku (brak wspierania technologii rtęciowej- z rynku wypada ok. 8% europejskich zdolności).

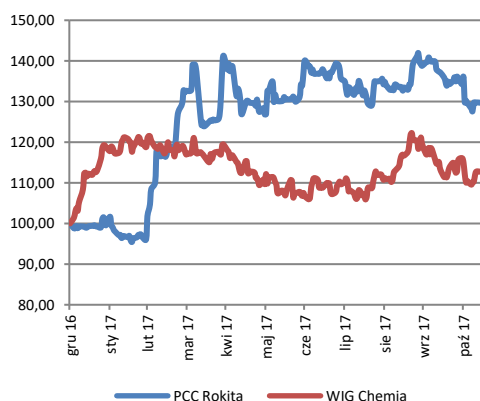
Wskazujemy, że amerykańscy producenci operują w większości (50-60%) jeszcze na starej technologii przeponowej, która m.in. nie zapewnia wymaganej jakości dla wszystkich zastosowań i jest bardziej energochłonna. Najbardziej ekonomiczną i ekologiczną jest technologia membranowa (w PCC Rokita od 2Q'15).

Kurs PCC Rokita na tle amerykańskich producentów YTD*



Źródło: DM BDM, Bloomberg. *- 30.12.2016=100

Kurs PCC Rokita na tle WIG Chemia YTD*



Źródło: DM BDM, Bloomberg. *- 30.12.2016=100

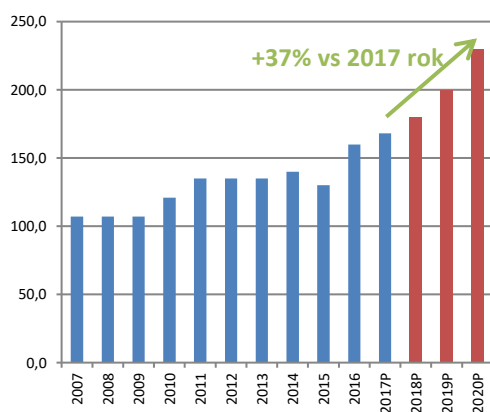
Dalsza rozbudowa mocy produkcyjnych elektrolizy- eliminacja „wąskich gardeł”

Od 2007 roku moce produkcyjne elektrolizy wzrosły o 57%. Spółka w raporcie za 3Q'17 sugeruje ich dalszy wzrost o ok. 37% do łącznie 230 tys. ton ługu sodowego. Kluczową kwestią w tym przypadku jest zagospodarowanie odpadowego chloru wewnątrz parku przemysłowego (rurociągiem). Instalacja MCAA grupy PCC SE, która uruchomiła produkcję pod koniec 2015 roku i miała od tego czasu wiele problemów z rozruchem, konsekwentnie zwiększa wykorzystanie mocy produkcyjnych.

Spółka przeszła gruntowną zmianę technologii elektrolizy na jedyną wspieraną w Europie (od 2018 roku stare instalacje elektrolizy rtęciowych zostaną wyłączone) w dwóch etapach: w 2Q'10 i 2Q'15. Oprócz zdecydowanego spadku energochłonności projektu skutkowało to znaczącym podniesieniem mocy produkcyjnych. Obecnie trwa proces inwestycyjny w VI i VII elektrolizer, które wraz z urządzeniami pomocniczymi zwiększą wydajność do 230 tys. ton ługu sodowego.

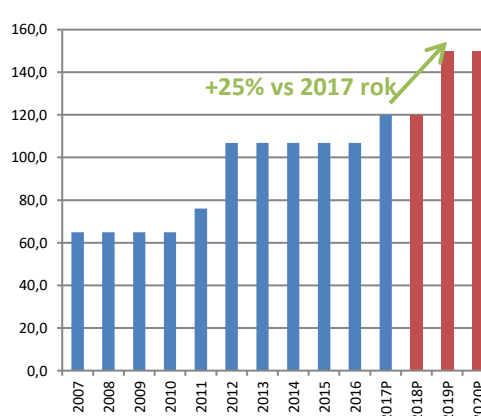
Trwa rozbudowa mocy produkcyjnych polioli. W 2016 i 2017 roku powstały 3 instalacje zwiększające specjalizację produktową (więcej Visco i HR- przynajmniej 15-20% droższe, systemy PUR, prepolimery etc.) i pozwalające osiągnąć ok. 80% udział produktów wysokomarżowych w mixie (obecnie ok. 66% vs 13% w 2007 roku). Przed finalną decyzją jest kolejny ciąg polioliowy zwiększający nominalne moce produkcyjne o ok. 25% (oczekujemy w 2019/2020).

Moce produkcyjne elektrolizy [tys. ton]*



Źródło: BDM S.A. *- w przeliczeniu na ług sodowy. W procesie produkcyjnym otrzymujemy jeszcze 0,89 tony chloru/t NaOH. Ług można zatężyć do sody kaustycznej (0,97 tony/t NaOH)

Moce produkcyjne polioli [tys. ton]*



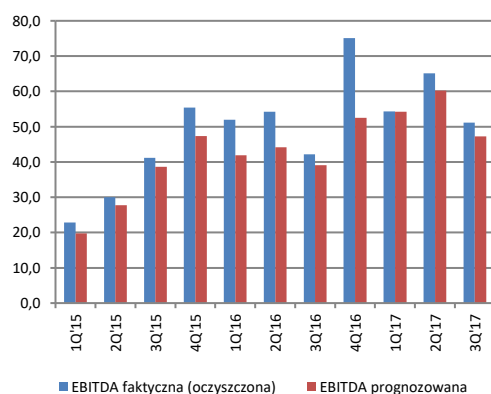
Źródło: BDM S.A. *- w przeliczeniu na najbardziej podstawowy i najtańszy produkt. Spółka produkuje 4 główne typy polioli: standard, HR (ultramiękkie), Visco (z pamięcią kształtu) i Rigid (sztywne). Całkowita sprzedaż ok. 80 tys. ton.

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.

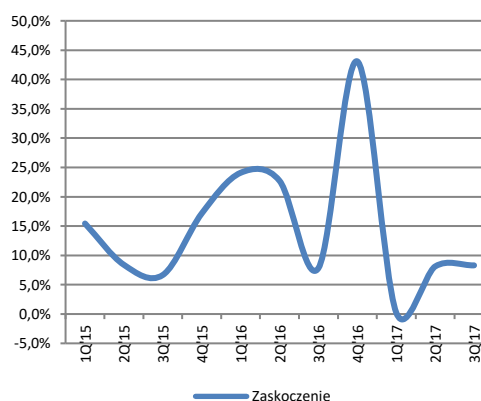
CAGR wzrostu oczyszczonej EBITDA w latach 2007-2016 to blisko 20%. Szacujemy, że w 2017 roku oczyszczona EBITDA wzrośnie o 14% r/r, a w 2018 roku o 28% r/r (duży efekt cenowy sody kaustycznej/tługu sodowego).

EBITDA raportowana vs oczekiwana* [mln PLN]



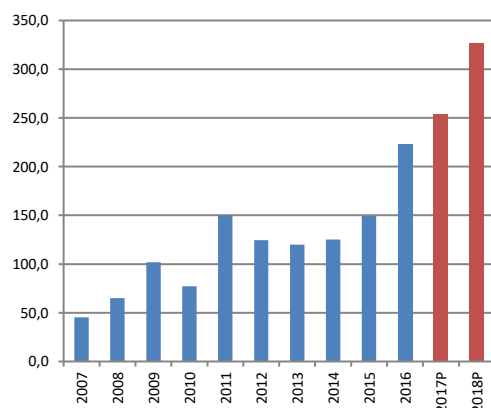
Źródło: BDM S.A., spółka. *- oczyszczona ze zdarzeń jednorazowych

Zaskoczenie wynikowe EBITDA*



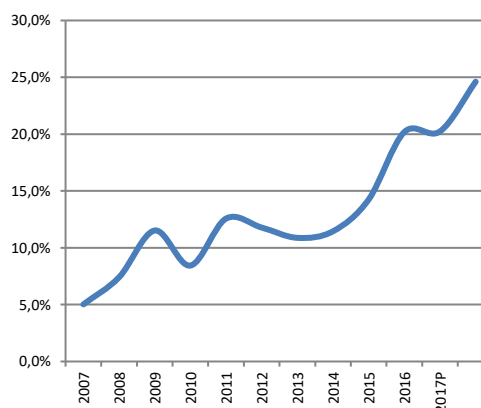
Źródło: BDM S.A., spółka. *- oczyszczona ze zdarzeń jednorazowych

Oczyszczona EBITDA spółki 2007-2018P [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Oczyszczona marża EBITDA spółki 2007-2018P



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 w 2018 roku. Istnieje jednak ryzyko ich cyklicznego spadku (oczekujemy 10% korekty w 2019 roku).

■ **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 (+40% r/r). Polskie indeksy PSCMI wzrosły w 3Q'17 o 6-21% 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 modernizację 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 20% r/r wzrostu cenników węgla i energii. Spółka ma zabezpieczony cały wolumen energii na 2018 i przyjemniej połowę na 2019 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 latach 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 rodzić ryzyka płynnościowe.

■ **Rewolucja łupkowa w USA**

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

■ **Ryzyko uzależnienia od dostaw surowców**

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

■ **Ryzyko 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 1,18 pozytywnie wpłynął na marżę 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 długi PCC Exol i PCC MCAA**

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

WYCENA DCF

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

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

Wolumeny sprzedaży

W ostatnich kwartałach spółka zaskakiwała przede wszystkim wysokim wolumenem sprzedaży alkaliów. Nowa elektroliza membranowa szybko doszła do swoich pełnych mocy produkcyjnych. W kolejnych okresach efekt będzie mniejszy, choć większy niż zakładaliśmy poprzednio.

Spółka w ostatnich raportach okresowych informuje o wzroście mocy elektrolizy ze 168 do 230 tys. ton rocznie NaOH. Oczekujemy, że dojdzie będzie stopniowe o ok. 7% w 2018 roku. Dwucyfrowego wzrostu spodziewamy się w 2019 i 2020 roku (poprzednio max 200 tys. ton). Konserwatywniej podchodzimy do pełnego wykorzystania nowych mocy (dopiero 2022 rok), co jest zależne od zagospodarowania ubocznego chloru na terenie parku przemysłowego (kluczowa jest instalacja MCAA należąca do głównego właściciela Rokity PCC SE).

W raportach okresowych spółka wskazuje na projekt intensyfikacji sody kaustycznej kosztem ługu (soda to załężona forma ługu). Dotychczas w modelu przyjmowaliśmy maksymalne zdolności na poziomie 65 tys. ton. Obecnie, obserwując duży wzrost wolumenów sprzedaży sody i płaskich dynamik na ługu przyjmujemy 80 tys. ton zdolności. Nie zakładamy dalszej rozbudowy, o czym spółka wspomina w raporcie po 3Q'17.

W PUR w 2016 roku spółka oddała instalację do prepolimerów. W 2017 roku zakończyła jeszcze 3 instalacje, które mają przyczynić się do wzrostu specjalizacji produktowej i realizacji celu 80% wysokomaryżowych produktów w 2018 roku. W zasadzie standardowe capacity polioli wzrosło w '17 o ok. 12% (poliestry 13 tys. ton). Nowy, VI ciąg polioli polieterowych odkłada się w czasie. Spółka wspomina w raporcie, że projekt jest na etapie decyzji. Oczekujemy, że powstanie do 2019/2020 roku (poprzednio uwzględnialiśmy tę inwestycję na 2019 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 (bez zmian).

W energetyce spółka wspomina o zakończonej inwestycji w turbinę przeciwpężną, co obniży koszty produkcji własnej energii o ok. 3 mln PLN rocznie (bez zmian). W 3Q'17 spółka prowadziła liczne inwestycje na zakładowej EC skutkujące znacznym obniżeniem wyniku segmentu. Liczymy, że to przejściowe problemy (skutkowały również zmniejszeniem produkcji gł. w alkaliach).

Ceny produktów i surowców

Zaktualizowaliśmy ceny kluczowych produktów do listopada'17. Widzimy ok. 40% r/r wzrosty cen sody kaustycznej i stąd nasze podniesienie prognoz na 2017 i 2018 rok. Nic nie wskazuje, aby trend ten miał się w najbliższym okresie zmienić (oczekujemy korekty w 2019 roku ale powinna ona zostać zneutralizowana dużym efektem wolumenowym).

Kursy walut

Kursy walutowe przyjmujemy zgodnie z aktualną krzywą kontraktów terminowych. Skutkuje to nieco silniejszą złotówką vs wrześniowe projekcje.

CAPEX i inwestycje kapitałowe

CAPEX został szczegółowo przedstawiony w osobnym rozdziale. W latach 2016-2018 spółka oczekiwała ok. 440 mln PLN natomiast pojawiły się nowe projekty gł. związane z rozbudową elektrolizy i intensyfikacją produkcji sody kaustycznej. Obecnie przyjmujemy, że będzie to ponad 500 mln PLN ze szczytem w 2018 roku (ok. 240 mln PLN).

Koszty uprawnień do emisji CO2

Ceny uprawnień emisyjnych konserwatywnie zostawiamy na poziomie 9 EUR/t (obecnie ok. 7,5 EUR/t). Spółka ma nadwyżkę praw >400 tys. Po 2020 roku nie zakładamy kontynuacji systemu ETS. W PE trwają prace nad nowym mechanizmem (prawdopodobnie kontynuacja z postępującym ograniczeniem praw).

- **Dywidenda**

Dywidenda z zysku za 2016 rok była rekordowa i sięgnęła 150 mln PLN (DPS 7,56 PLN). Oczekujemy, że spółka utrzyma praktykę dywidendową i również w kolejnych latach będzie wypłacała 100% zysku. Przy naszych projekcjach DN/EBITDA powinien być w przedziale 1,5-2,0x. Sytuacje może zmienić silniejsze zaangażowanie się w kapitałochłonne projekty (np. inwestycje w Azji).

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 skutkowało 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 22 listopada 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,4 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 119,5 PLN.

Model DCF

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 107,2	1 257,3	1 327,3	1 367,0	1 451,6	1 457,3	1 480,7	1 484,6	1 490,2	1 495,0	1 497,7
EBIT [mln PLN]	234,3	190,2	254,9	243,2	244,8	245,1	254,8	249,9	245,7	241,8	237,7
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	19,0	25,5	24,3	24,5	24,5	25,5	25,0	24,6	24,2	23,8
NOPLAT [mln PLN]	213,5	171,1	229,4	218,9	220,3	220,6	229,3	224,9	221,1	217,6	213,9
Amortyzacja [mln PLN]	58,4	64,3	71,7	76,9	77,5	77,9	78,3	78,7	79,1	79,4	79,8
CAPEX [mln PLN]	-122,5	-165,8	-241,0	-89,0	-81,0	-80,8	-81,1	-80,6	-80,2	-79,7	-79,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	13,1	-8,3	-2,4	-1,3	-2,8	-0,2	-0,8	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
FCF [mln PLN]	162,5	61,3	57,8	205,5	213,9	217,6	225,8	222,9	219,8	217,1	214,4
DFCF [mln PLN]	-	60,9	53,3	176,2	170,7	161,5	155,9	143,2	131,3	120,7	110,9
Suma DFCF [mln PLN]		1 284,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		3 001,2	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 551,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]		2 836,5									
Dług netto* [mln PLN]		463,9									
Wartość kapitału [mln PLN]		2 372,6									
Ilość akcji [mln szt.]		19,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		119,5									

Przychody zmiana r/r	13,6%	5,6%	3,0%	6,2%	0,4%	1,6%	0,3%	0,4%	0,3%	0,2%
EBIT zmiana r/r	-18,8%	34,1%	-4,6%	0,6%	0,1%	3,9%	-1,9%	-1,7%	-1,6%	-1,7%
FCF zmiana r/r	-62,2%	-5,8%	255,4%	4,1%	1,7%	3,8%	-1,3%	-1,4%	-1,2%	-1,3%
Marża EBITDA	20,2%	24,6%	23,4%	22,2%	22,2%	22,5%	22,1%	21,8%	21,5%	21,2%
Marża EBIT	15,1%	19,2%	17,8%	16,9%	16,8%	17,2%	16,8%	16,5%	16,2%	15,9%
Marża NOPLAT	13,6%	17,3%	16,0%	15,2%	15,1%	15,5%	15,1%	14,8%	14,6%	14,3%
CAPEX / Przychody	13,2%	18,2%	6,5%	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%
CAPEX / Amortyzacja	257,8%	335,9%	115,7%	104,5%	103,7%	103,5%	102,4%	101,4%	100,4%	99,3%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	0,2%	0,1%	0,2%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	5,5%	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	67,5%	65,6%	62,5%	62,8%	62,8%	63,1%	63,0%	63,0%	62,9%	62,8%
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	32,5%	34,4%	37,5%	37,2%	37,2%	36,9%	37,0%	37,0%	37,1%	37,2%
WACC	7,7%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%

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	99,5	106,6	115,6	127,4	143,3	166,3	202,2	266,2	412,8
	0,8	95,4	101,9	110,0	120,5	134,5	154,4	184,5	235,7	341,6
	0,9	91,5	97,4	104,8	114,2	126,6	143,9	169,5	211,1	290,9
	1,0	87,8	93,2	99,9	108,4	119,5	134,6	156,5	190,9	252,9
	1,1	84,3	89,3	95,4	103,1	113,0	126,4	145,2	174,0	223,4
	1,2	81,1	85,7	91,2	98,2	107,1	118,9	135,3	159,7	199,7
	1,3	78,0	82,2	87,3	93,6	101,7	112,2	126,5	147,4	180,4

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%	104,0	111,8	121,8	134,9	153,1	179,9	223,3	305,4	520,0
	4,0%	95,4	101,9	110,0	120,5	134,5	154,4	184,5	235,7	341,6
	5,0%	87,8	93,2	99,9	108,4	119,5	134,6	156,5	190,9	252,9
	6,0%	81,1	85,7	91,2	98,2	107,1	118,9	135,3	159,7	199,7
	7,0%	75,1	79,0	83,7	89,4	96,7	106,1	118,7	136,7	164,3
	8,0%	69,7	73,0	77,0	81,8	87,8	95,4	105,3	119,0	138,9
	9,0%	64,8	67,7	71,1	75,2	80,1	86,3	94,3	104,9	119,8

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%	174,1	166,6	159,6	153,1	147,1	141,5	136,2	131,3	126,6
	4,0%	157,4	149,1	141,5	134,5	128,2	122,3	116,8	111,8	107,1
	5,0%	143,3	134,5	126,6	119,5	113,0	107,1	101,7	96,7	92,1
	6,0%	131,3	122,3	114,3	107,1	100,6	94,8	89,5	84,6	80,1
	7,0%	120,9	111,8	103,8	96,7	90,3	84,6	79,4	74,7	70,4
	8,0%	111,8	102,7	94,8	87,8	81,6	76,0	71,0	66,5	62,4
	9,0%	103,8	94,8	87,0	80,1	74,1	68,7	63,9	59,5	55,6

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 22 listopada 2017 roku.

Porównując wyniki PCC Rokita ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,9 mld PLN, co odpowiada 98,2 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 88,0 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	15,3	15,2	14,3	8,1	8,1	7,5	12,6	12,6	11,5
COVESTRO*	10,0	11,8	12,2	5,5	6,2	6,1	6,9	8,2	8,1
EVONIK INDUSTRIES	15,8	14,6	13,6	7,6	7,2	6,8	12,2	11,0	10,3
SOLVAY	14,6	14,9	13,6	7,2	6,4	6,0	11,9	10,3	9,3
HUNTSMAN	11,7	13,5	13,8	7,5	7,7	7,8	10,4	11,0	11,1
ARKEMA	14,7	13,7	12,5	6,9	6,5	6,0	10,5	9,6	8,8
Mediana	14,6	14,1	13,6	7,3	6,8	6,4	11,2	10,6	9,8
PCC ROKITA	11,1	8,2	8,8	8,4	6,9	7,1	11,3	8,9	9,4
Premia/dyskonto do spółki	-24,4%	-41,7%	-35,5%	14,9%	1,5%	11,3%	0,8%	-16,4%	-3,9%
Wycena wg wskaźnika	116,4	150,9	136,4	74,0	86,3	76,3	87,2	110,4	92,7
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		134,6			78,9			96,8	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		103,4							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 22.11.2017 * -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	8,4	13,2	13,2	5,2	6,9	6,7	7,6	12,4	12,1
GRUPA AZOTY	12,9	17,4	11,7	5,8	6,4	5,0	11,3	14,2	9,6
ZA PUŁAWY	11,5	12,7	10,8	5,1	5,3	4,7	8,1	9,0	7,6
ZCH POLICE	11,2	12,7	11,2	6,7	7,2	6,4	10,6	12,1	10,4
SYNTHOS	8,6	11,1	9,2	6,8	8,2	7,1	8,4	10,9	9,3
Mediana	11,2	12,7	11,2	5,8	6,9	6,4	8,4	12,1	9,6
PCC ROKITA	11,1	8,2	8,8	8,4	6,9	7,1	11,3	8,9	9,4
Premia/dyskonto do spółki	-1,0%	-35,3%	-21,5%	44,0%	0,4%	11,6%	33,8%	-26,8%	-2,4%
Wycena wg wskaźnika	88,9	136,0	112,0	55,0	87,5	76,0	60,7	129,6	90,8
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		112,3			72,8			93,7	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		92,9							

Źródło: BDM S.A., wg cen z 22.11.2017.

WYNIKI 3Q'17

W 3Q'17 Oczyszczona EBITDA wzrosła o 21% r/r i była wyższa od naszych założeń o 8%. W sierpniu spółka przeprowadzała roczne remonty głównych instalacji.

CFO w 3Q'17 na poziomie 48 mln PLN vs 47 mln PLN przed rokiem. CAPEX 46 mln PLN vs 32 mln PLN przed rokiem. Dług netto rośnie do 461 mln PLN z 436 mln PLN po 2Q'17.

W strukturze wyniku uwagę zwraca wyższa rentowność dwóch kluczowych segmentów. Chloropochodne odnotowały 25,7 mln PLN EBITDA (+8% r/r i +17% vs oczek.), a poliuretany 20,1 mln PLN EBITDA (+80% r/r, +31% vs oczek.). Dobry wynik w PUR udało się osiągnąć mimo pogłębiających się problemów z podażą TDI i MDI (kluczowych półproduktów obok polioli do produkcji pian PUR).

W 3Q'17 gorszą rentowność odnotowano gł. w segmencie Energetyka (1,1 mln PLN EBITDA vs 5 mln PLN oczek.). W raporcie spółka wskazuje na okres intensywnych remontów (gł. modernizacja instalacji odsiarczania spalin) i zdarzenia jednorazowe (sprzedaż aktywów trwałych).

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	3Q'17P BDM	różnica
Przychody	265,4	312,4	17,7%	280,1	11,5%
Wynik brutto na sprzedaży	62,3	72,0	15,6%	70,0	2,8%
EBITDA	47,5	51,1	7,8%	47,2	8,3%
Poliuretany	11,1	20,1	79,9%	15,3	31,4%
Chloropochodne	23,8	25,7	7,9%	22,0	16,5%
Inna działalność chemiczna	0,4	0,8	99,7%	1,6	-49,3%
Energetyka	4,5	1,1	-75,1%	5,0	-77,8%
Pozostałe	7,7	3,5	-54,1%	3,4	4,4%
EBITDA adj.	42,2	51,1	21,3%	47,2	8,3%
EBIT	32,7	33,9	3,7%	32,0	6,0%
Zysk brutto	32,3	27,8	-13,9%	28,9	-3,8%
Zysk netto	30,5	25,6	-16,0%	26,0	-1,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	23,5%	23,1%		25,0%	
Marża EBITDA Adj.	15,9%	16,4%		16,9%	
Marża EBIT	15,9%	16,4%		16,9%	
Marża zysku netto	11,5%	8,2%		9,3%	
P/E 12m		8,4			
EV/EBITDA adj. 12m		8,9			

Źródło: DM BDM, spółka

PROGNOZY NA 4Q'17 I PERSPEKTYWY 2018

Okres 4Q'17 to sezonowo najlepszy kwartał w roku. Liczymy więc na najlepsze wyniki. Przy 36% r/r wzroście cen sody kaustycznej (w USD, +17% r/r w PLN) nie powinno być z tym problemu, szczególnie w segmencie chloropochodnych, który powinien odnotować rekordowy wynik w historii (4Q'16 był zaburzony zdarzeniami jednorazowymi). W poliolach marże utrzymywały się na porównywalnych poziomach q/q (nieco słabsze) natomiast kluczowy w tym przypadku powinien być wolumen sprzedaży, który jest zdecydowanie najlepszy w roku. W skali grupy liczymy na ok. 84 mln PLN EBITDA i utrzymanie dwucyfrowej dynamiki wzrostu oczyszczonej EBITDA r/r.

W 1Q'18 oczekujemy kolejnej podwyżki cen sody (+5% q/q w USD) i następnie płaskich cenników, co przy braku jakiś zdarzeń nadzwyczajnych (np. ponowne uruchomienie produkcji w Chinach) nie wydaje się założeniem ambitnym. Zakładamy, że średnia cena w 2018 roku wzrośnie o 26% w USD (ok. 20% r/r w PLN), co powinno dać ok. 60 mln PLN marży EBITDA r/r.

Kluczowy efekt w 2018 roku to brak produkcji z konkurencyjnych zakładów w Europie (wg. nowych restrykcji BAT z rynku wypadnie ok. 8% mocy). W najbliższym sąsiedztwie spółki (sprzedaż ługu, czyli ciekłej sody, odbywa się gł. lokalnie) zostaną wyłączone instalacje Spolany i Fortischem.

Wskazujemy, że zmiana technologii elektrolizy rtęciowej na membranową trwała w PCC Rokita w dwóch etapach (2008-2010 i 2013-2015) i pochłonęła blisko 300 mln PLN. Jest to więc proces czasochłonny i kapitałochłonny.

W 2019 roku oczekujemy ok. 10% korekty cen sody, co da negatywny efekt na marży w wysokości -50 mln PLN r/r. Kluczowy we wspomnianym okresie ma być efekt wolumenowy z rozbudowywanej elektrolizy (VI i VII elektrolizer), który powinien zneutralizować spadek wyników.

Perspektywy na 2018 rok [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017P	2018P
Przychody	281,6	267,4	265,4	292,8	303,7	325,3	312,4	315,9	352,9	336,1	303,2	335,0	1 107,2	1 257,3	1 327,3
Zysk brutto ze sprzedaży	73,5	76,5	62,3	98,8	82,0	91,2	72,0	107,0	106,1	108,9	89,6	123,6	311,0	352,1	427,7
EBITDA adj.	52,0	54,2	42,2	75,1	54,3	65,1	51,1	83,9	78,4	82,3	67,0	99,5	223,5	254,5	326,7
EBITDA	52,0	54,2	47,5	139,0	54,3	65,1	51,1	83,9	78,4	82,3	67,0	99,5	292,7	254,5	326,7
Chloropochodne	22,9	22,2	23,8	38,6	27,6	35,2	25,7	40,3	44,3	49,4	37,1	59,1	107,5	128,8	193,2
Poliuretany	16,6	14,8	11,1	14,0	10,2	17,3	20,1	23,3	17,1	21,7	18,3	21,1	56,5	70,9	85,4
Inna dział. chemiczna	1,0	1,0	0,4	3,4	1,6	2,3	0,8	1,8	1,3	1,8	1,1	1,7	5,8	6,5	6,7
Energetyka	8,4	8,0	4,5	13,4	10,2	6,0	1,1	12,6	8,6	4,7	3,7	9,6	34,3	29,9	26,8
Pozostałe	3,1	8,2	7,7	69,6	4,7	4,3	3,4	6,1	7,1	4,8	6,9	8,1	88,6	18,5	14,6
EBIT	37,5	39,6	32,7	124,4	40,1	49,2	33,9	66,9	61,4	65,2	48,2	80,7	234,3	190,2	254,9
Zysk brutto	32,3	37,0	32,3	120,8	37,3	43,6	27,8	63,3	56,5	60,4	43,4	75,9	222,5	172,0	235,6
Zysk netto	29,7	35,6	30,5	106,9	33,7	41,5	25,6	57,0	50,9	54,4	39,0	68,3	202,7	157,8	212,1
Marża zysku brutto	26,1%	28,6%	23,5%	33,7%	27,0%	28,0%	23,1%	33,9%	30,1%	32,4%	29,5%	36,9%	28,1%	28,0%	32,2%
Marża EBITDA	18,5%	20,3%	15,9%	25,7%	17,9%	20,0%	16,4%	26,6%	22,2%	24,5%	22,1%	29,7%	20,2%	20,2%	24,6%
Chloropochodne	18,5%	20,3%	17,9%	47,5%	17,9%	20,0%	16,4%	26,6%	22,2%	24,5%	22,1%	29,7%	26,4%	20,2%	24,6%
Poliuretany	16,0%	15,6%	18,2%	25,7%	17,4%	20,7%	16,3%	21,3%	23,4%	23,5%	18,3%	26,3%	19,0%	19,1%	23,4%
Inna dział. chemiczna	11,5%	10,8%	7,7%	9,1%	6,7%	10,3%	12,1%	14,6%	10,4%	12,5%	12,4%	13,6%	9,8%	11,0%	13,3%
Energetyka	4,6%	5,3%	1,8%	13,6%	6,4%	9,3%	3,9%	7,9%	5,2%	7,2%	5,3%	7,5%	6,6%	7,0%	7,2%
Pozostałe	29,5%	34,8%	25,0%	48,7%	35,4%	25,5%	5,8%	45,2%	29,6%	20,7%	17,6%	31,8%	35,3%	30,2%	26,4%
Marża EBIT	3,3%	18,1%	23,8%	131,9%	6,7%	13,3%	8,9%	16,1%	9,3%	11,3%	12,7%	17,3%	46,9%	10,4%	12,7%
Marża netto	13,3%	14,8%	12,3%	42,5%	13,2%	15,1%	10,9%	21,2%	17,4%	19,4%	15,9%	24,1%	21,2%	15,1%	19,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Roczna sezonowość wyników i wolumenów sprzedaży

Sprzedaż grupa					
	1Q	2Q	3Q	4Q	
2 009	31,5%	24,2%	21,2%	23,1%	
2 010	20,8%	24,0%	27,8%	27,4%	
2 011	34,4%	14,6%	22,7%	28,3%	
2 012	30,9%	17,4%	24,4%	27,3%	
2 013	26,3%	27,5%	23,8%	22,5%	
2 014	24,1%	24,5%	26,3%	25,1%	
2 015	24,2%	23,6%	26,5%	25,7%	
2 016	25,4%	24,2%	24,0%	26,4%	
2 017					
Mediana	25,8%	24,1%	24,2%	26,1%	
EBITDA grupa					
2 009	50,4%	30,0%	13,6%	6,0%	
2 010	8,9%	34,9%	19,5%	36,6%	
2 011	24,8%	16,5%	16,8%	41,8%	
2 012	31,8%	17,3%	20,0%	30,9%	
2 013	33,3%	26,8%	19,4%	20,5%	
2 014	22,5%	22,4%	23,1%	31,9%	
2 015	14,9%	19,6%	26,9%	38,6%	
2 016	17,8%	18,5%	16,2%	47,5%	
2 017					
Mediana	23,7%	21,0%	19,5%	34,3%	
Wolumeny alkalia					
2 009	26,5%	26,5%	20,6%	26,5%	
2 010	26,5%	26,5%	20,6%	26,5%	
2 011	26,5%	26,5%	20,6%	26,5%	
2 012	23,0%	26,0%	22,5%	28,5%	
2 013	26,0%	25,7%	22,0%	26,3%	
2 014	25,0%	25,0%	25,6%	24,6%	
2 015	18,9%	19,4%	27,6%	34,0%	
2 016	23,8%	26,2%	23,9%	26,1%	
2 017					
Mediana	25,5%	26,1%	22,3%	26,5%	
Wolumeny poliuretany					
2 009	25,3%	24,2%	23,2%	27,3%	
2 010	25,3%	24,2%	23,2%	27,3%	
2 011	25,3%	24,2%	23,2%	27,3%	
2 012	22,0%	24,9%	25,6%	27,5%	
2 013	26,0%	27,5%	24,3%	22,2%	
2 014	22,8%	23,9%	25,7%	27,6%	
2 015	23,3%	23,2%	24,6%	28,9%	
2 016	25,2%	26,0%	25,0%	23,8%	
2 017					
Mediana	25,2%	24,2%	24,5%	27,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

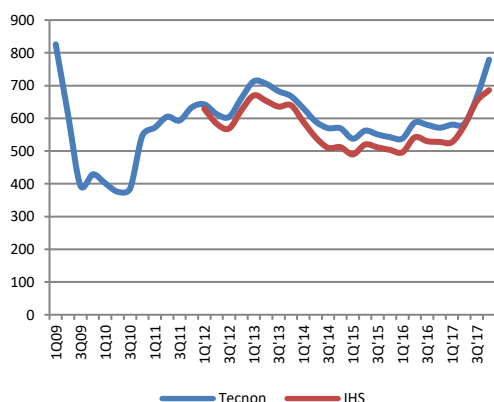
Otoczenie biznesowe dla spółki jest bardzo dobre w ostatnich kwartałach w obydwóch segmentach, a spółka nie miała problemów z plasowaniem wolumenów sprzedaży i w pełni wykorzystywała zdolności produkcyjne.

Alkalia

Otoczenie w alkaliach jest bardzo dobre w ostatnich kwartałach. Składa się na nie wysoki popyt z sektora przemysłowego (gł. produkcja aluminium i celulozy) 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 2009 roku.

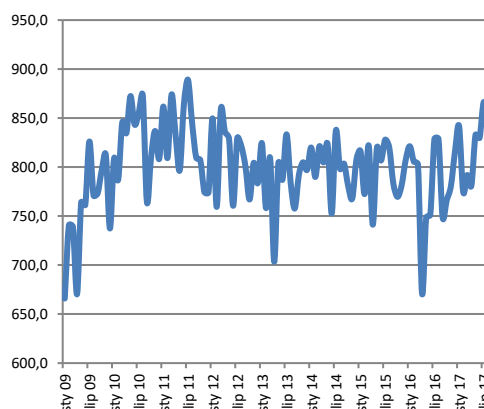
W 4Q'17 ceny sody kaustycznej w Europie rosną o ok. 40% r/r w Europie i ponad 40% w Chinach. Producenci wskazują na wyższe ceny w 4Q'17 i 2018 roku, a także rosnący import do Europy i Chin (z obszarów o mniejszej podaży) z USA. Kontrakty w biznesie zawierane są w dużej części na okresy roczne i kwartalne, co pozwala na większą przewidywalność.

Ceny sody kaustycznej w Europie [USD/t]



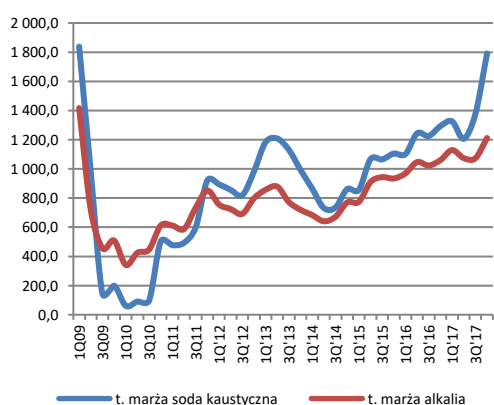
Źródło: DM BDM, Bloomberg

Produkcja chloru w Europie [tys. ton]



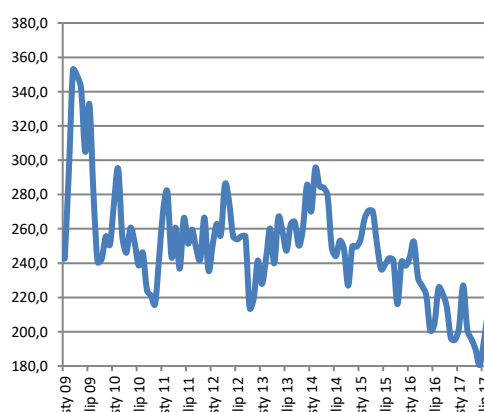
Źródło: DM BDM, Eurochlor

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 technologię membranową. Od 1/2Q'15 cała produkcja w Rokicie oparta jest na technologii membranowej.

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

Planowane 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	Ponterverda (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.

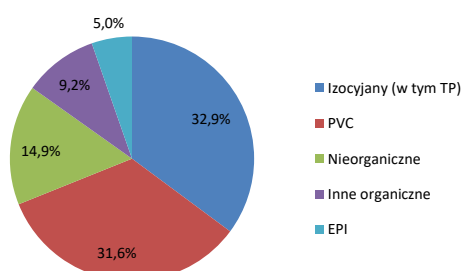
Wg informacji Eurochlor z lipca'17 zamknięte ma zostać 919 tys. ton mocy chloru w technologii rtęciowej czyli 38% ogółu instalacji rtęciowych i ok. 8% całkowitych, europejskich zdolności (2% światowych).

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

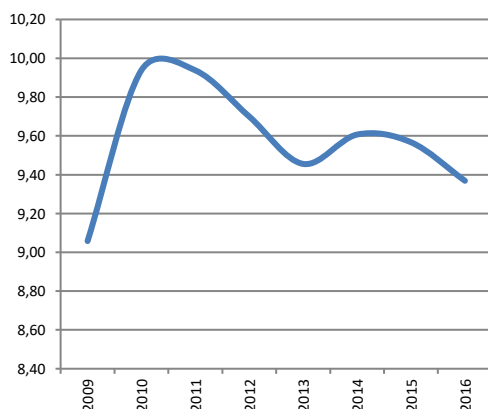
Źródło: BDM S.A. BAT chloro-alkalia, MŚ 2005 rok. *-dane Eurochlor

Zastosowanie chloru w Europie (2015)



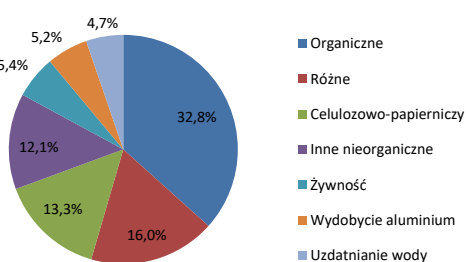
Źródło: BDM S.A. Eurochlor. TP- tlenek propylenu

Produkcja chloru w Europie [mln ton]



Źródło: BDM S.A. Eurochlor

Zastosowanie sody kaustycznej w Europie (2015)



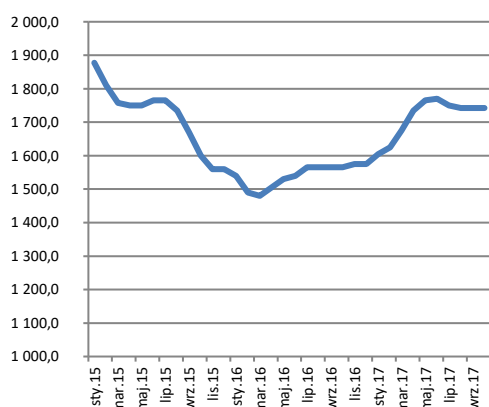
Źródło: BDM S.A. Eurochlor

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 poliole 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). W 4Q'17 notowania podstawowych poliole zyskują ok. 11% r/r.

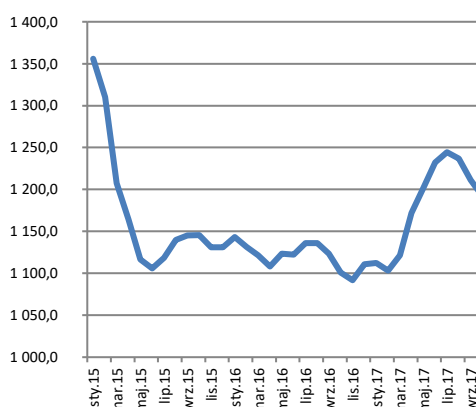
Na rynek poliole od kilku kwartałów wpływ ma sytuacja braku pozostałych surowców w produkcji PUR czyli MDI/TDI. Szacuje się, że problem ten nie zostanie szybko rozwiązany (szczegół w kolejnym podrozdziale).

Ceny poliole [EUR/t]- miesięczne



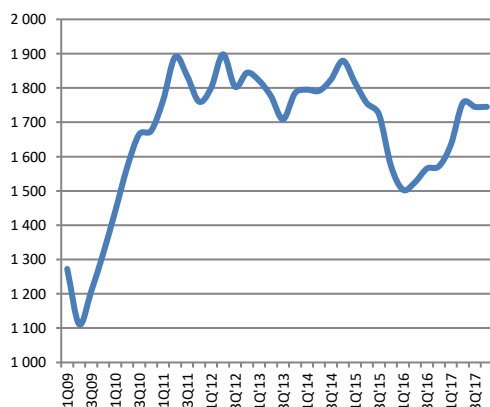
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Marża poliol-0,64*propylen [EUR/t]- miesięczna



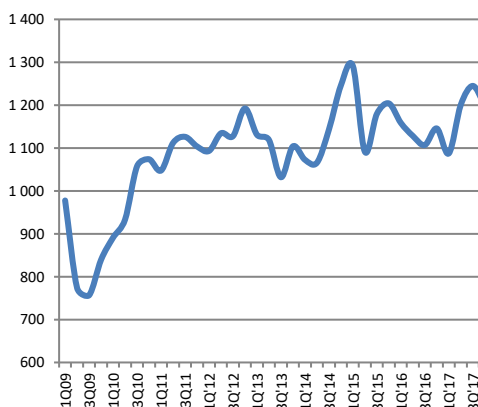
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Ceny poliole [EUR/t]- kwartalne



Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Marża poliol-0,64*propylen [EUR/t]- kwartalna



Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Notowania polioli a MDI/TDI

Wzrosty cen MDI/TDI, kluczowych obok polioli surowców do produkcji sztywnych/elastycznych pianek poliuretanowych (na tonę PUR potrzeba 0,65 polioli i 0,35t TDI/MDI), rosły w 4Q'17 o 60/25% r/r i są najwyższe od 2007/2008 roku.

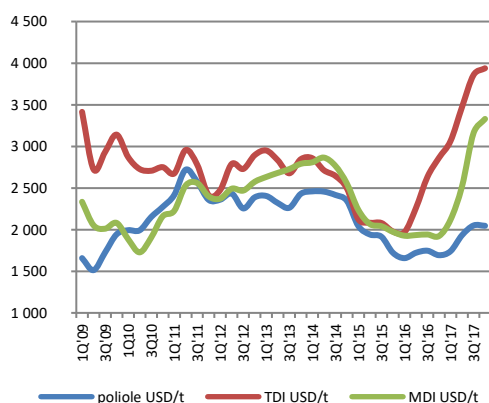
Brak dostępności surowców TDI/MDI przeszkadza w realizowaniu odpowiednich wolumenów sprzedaży polioli, o czym spółka informuje co najmniej od kilku kwartałów. Niemniej w 1-3Q'17 spółka chwali się wzrostem wolumenów sprzedaży polioli o ok. 2% r/r. Na konferencji wynikowej Ciech po 3Q'17 zarząd podkreślał ok. 15% r/r wzrost wolumenów sprzedaży pianek PUR.

W komentarzu spółka wskazuje, że brak TDI/MDI uderza gł. w produkty najtańsze/najprostsze, które nie są celem spółki. Obecnie wysokomaryżowe poliole (gł. Visco i HR) stanowią 66% sprzedaży wobec 13% w 2007 roku. Celem spółki po pełnej użyciu mocy nowych inwestycji oddanych do użytku w 2017 roku jest 80% udziału sprzedaży.

Problemy z dostępnością TDI i w konsekwencji wzrost cen surowca to efekt ograniczonej podaży gł. z nowej instalacji BASF w Ludwigshafen. Producent do tej pory nie uporał się z oczekiwaną jakością TDI. W październiku'17 światło ujrzała awaria 8,5 tys. ton skażonego TDI. Szacuje się, że pełną gotowość instalacja osiągnie dopiero w 2H'18.

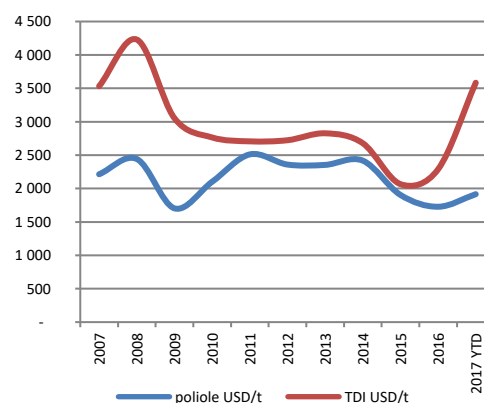
W przypadku MDI problem z dostępnością surowca jest bardziej strukturalny. Przy dużym wzroście popytu z sektora budowlanego i przy braku nowych inwestycji (jedynie Sadara) występuje gigantyczna luka między popytem-podażą.

Ceny polioli, TDI i MDI [USD/t]



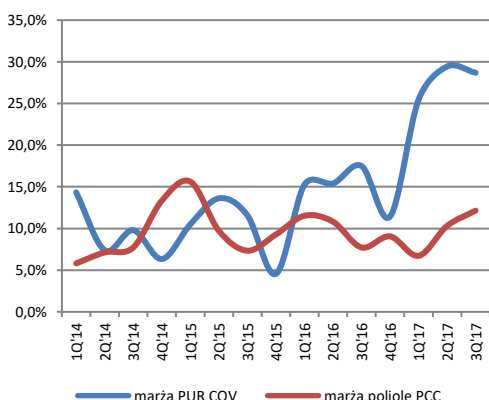
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Ceny polioli i TDI [USD/t]- długoterminowe



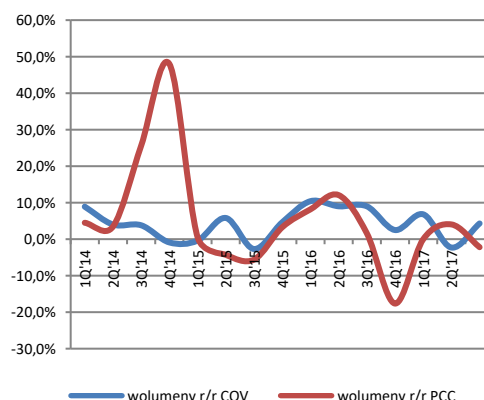
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

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 polioliowego (ok. 60 mln PLN) i rozbudowy mocy własnej instalacji tlenu propylenu (ok. 50 mln PLN).

W latach 2009-2016 moce produkcyjne elektrolizy w przeliczeniu na tęg sodowy wzrosły o 50%. Zdecydowanie obniżył się koszt produkcji (technologia membranowa vs rtęciowa poprzednio). Obecnie spółka może niewielkim kosztem zwiększać zdolności.

W latach 2009-2016 moce produkcyjne polioli uległy praktycznie podwojeniu. W 2017 roku wzrosły o kolejne 12% a plan zakłada dalsze inwestycje w tym obszarze. Zdecydowanie zwiększyła się specjalizacja produktowa. Obecnie wysokomarżowe produkty stanowią 66% wolumenu sprzedaży polioli (3Q'17) podczas gdy w 2007 roku było to zaledwie 13%, a plan zakłada ok. 80% (po użyciu nowych instalacji oddanych w 2017 roku)

W sprawozdaniu zarządu za 2015 rok spółka komunikowała 440 mln PLN nakładów w latach 2016-2018. Plan ten raczej nie uwzględniał dalszej, znaczącej rozbudowy elektrolizy membranowej (ze 168 do 230 tys. tęg sodowego), a także intensyfikacji produkcji sody kaustycznej (zatężona forma tęg), o czym pierwszy raz spółka wspominała w sprawozdaniu zarządu za 2016 rok.

W 1-3Q'17 CAPEX wyniósł 118 mln PLN vs 79 mln PLN przed rokiem. Zakończono rozruchy nowych instalacji polioli poliesterowych, polioli polieterowych do półproduktów i systemów PUR (uwzględnione w modelu, bez zmian vs wrzesień'17).

Wciąż nie ma decyzji o inwestycji w kolejny ciąg polioliowy, który dałby ok. 30 tys. ton zdolności. Przesunęliśmy więc tę inwestycję w naszym modelu o rok (efektywnie od 2019/2020).

Z nowości pojawiła się inwestycja w parku przemysłowym PCC Synteza w Kędzierzynie (spółka spoza PCC Rokita, ale w grupie PCC). Dzięki tej inwestycji PCC Rokita zamierza produkować w większej skali lubrykanty (środki smarne) oraz specjalistyczne poliole, głównie do branży klejowej. Szacujemy, że to inwestycja o małej skali i nie uwzględniamy w modelu.

W Alkaliach spółka informuje o projekcie intensyfikacji sody kaustycznej kosztem tęg z uwagi na lepsze ceny sody i większą elastyczność (w relacji do rekomendacji z września'17 przyjmujemy 80 tys. ton sody kaustycznej vs 65 tys. ton wcześniej, ale nie zakładamy dalszej rozbudowy zdolności). Spółka wskazuje także na inwestycje w VI i VII elektrolizer, co znacząco podniesie zdolności produkcyjne tęg sodowego (w relacji do rekomendacji z września'17 uwzględniamy w modelu dodatkowo VII elektrolizer w'18 i po eliminacji wąskich gardeł w '19 wzrost zdolności do 230 tys. ton tęg vs 200 tys. ton poprzednio).

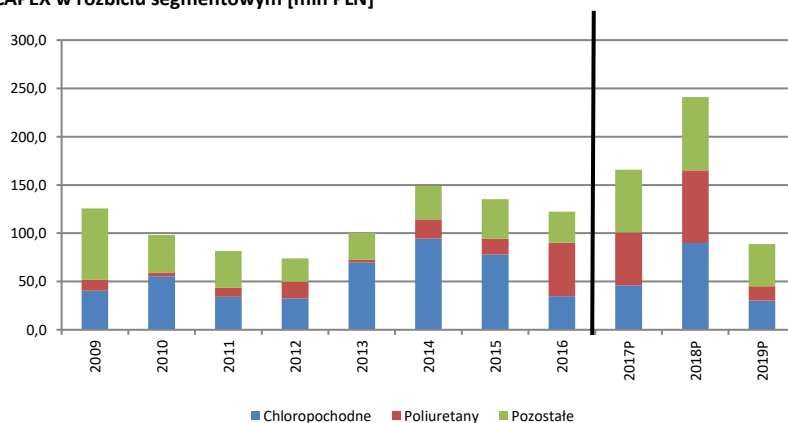
Obecnie oczekujemy CAPEX w wysokości ok. 165 mln PLN w 2017 roku (bez zmian vs rekomendacja z września). Jego struktura przesunęła się bardziej w stronę polioli niż alkaliów. Inwestycje w drugi kluczowy biznes będą priorytetowe w 2018 roku. Oczekujemy obecnie nakładów grupy na poziomie ok. 240 mln PLN uwzględniając dodatkowo dalszy, istotny rozwój zdolności produkcyjnych elektrolizy (+37% do 230 tys. ton tęg sodowego). Poprzednio przyjmowaliśmy ok. 160 mln PLN CAPEX.

Nakłady inwestycyjne

segment	CAPEX [mln PLN]				Realizowane/Zakończone 2017*	Planowane >2018
	2015	2016	2017P BDM	1-3Q'17		
Poliuretany	16,4	55,6	54,8	30,5	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 4) rozbudowa bazy magazynowej tlenku etylenu- koniec 1Q'18	1) poliole polieterowe 6 ciąg (30 tys. ton)- na etapie decyzji * 2) PCC Synteza (lubrykanty i specjalistyczne poliole) **
Chloropochodne	77,9	34,7	46,0	41,1	1) rozbudowa elektrolizy ze 168 do 230 tys. ton NaOH (6 i 7 elektrolizer) 2) rozbudowa instalacji tlenku propylenu z 45 do 50 tys. ton	1) urządzenia towarzyszące elektrolizie (likwidacja wąskich gardeł) * 2) rozbudowa potencjału produkcyjnego sody kaustycznej **
Inna działalność chemiczna	2,6	4,8	5,0	3,4	1) instalacja pilotażowa do produkcji fosforanów i fosforynów	1) instalacja do produkcji fosforanów i fosforynów*
Energetyka	11,5	23,3	30,0	27,3	1) turbina przeciwpiętna (efekty 3 mln PLN)- ZAKOŃCZONO 2) układ wyprowadzania spalin 3) elektrofiltry kotłów 4) modernizacja mokrej IOS	1) dalsze inwestycje środowiskowe*
Pozostałe	26,5	47,3	30,0	20,5	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]



W latach 2013-2015 spółka wydatki na inwestycje 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 przy dalszej rozbudowie elektrolizy CAPEX powinien CAPEX może być zbliżony do 500 mln PLN.

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

Potencjalne nowe inwestycje po 2018 roku

W modelu zakładamy, że od 2019 roku CAPEX zbliży się do amortyzacji i będzie kształtował się na poziomie 80-90 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. Od tego czasu pojawiły się nowe projekty uwzględniające gł. bardzo dobra koniunkturę w alkaliach.

W kolejnych latach spółka wskazuje na dalszy rozwój mocy produkcyjnych poliolu. W 2016 roku została oddana instalacja do produkcji prepolimerów (wzrost specjalizacji). W 1H'17 zakończono trzy inne linie. Instalacja półproduktów do poliolu polieterowych oraz systemy PUR zwiększyły specjalizację produktową. Instalacja do produkcji poliolu poliestrowych przyczyniła się do zwiększenia mocy produkcyjnych o ok. 13 tys. ton (nominalnie o 12%). W trakcie analizy jest inwestycja w VI ciąg produkcyjny poliolu polieterowych, która zwiększy moce produkcyjne o ok. 30 tys. ton (+25%, zakładamy, że efektywnie od 2019/2020 roku). W raporcie spółka wskazuje na dalszy rozwój mocy produkcyjnych o kolejne ciągi produkcyjne, czego nie zakładamy. Szacujemy, że 30 tys. ton poliolu 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 i 7 elektrolizer, które efektywnie od połowy 2018 roku powinny dać przynajmniej 10 tys. ton ługu sodowego. Po inwestycjach towarzyszących (2018/2019) spółka powinna osiągnąć docelowe zdolności 230 tys. ton (konserwatywnie zakładamy powolne dojście do tych zdolności i pełne obłożenie w 2022 roku). Kluczowe w tym wypadku jest zapewnienie zbytu na chlor, który jest niejako produktem ubocznym w procesie elektrolizy (trudno transportowalny produkt, z reguły zużywany na miejscu). W relacji do 2017 roku moce produkcyjne elektrolizy wzrosną o ok. 37%.

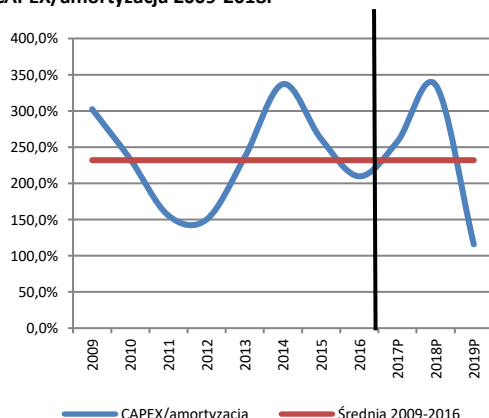
Część ługu sodowego spółka zamienia na formę stałą (sodę kaustyczną), co umożliwia sprzedaż produktu na rynkach zamorskich. Obecna technologia produkcyjna jest przestarzała, a moce produkcyjne pozwalają na przerobienie ok. 50% ługu na sodę (zdolności 80 tys. ton). W rezultacie możliwe są inwestycje w tym obszarze.

Własna instalacja tlenu propylenu, gdzie obecnie trwa rozbudowa mocy do 50 tys. ton (efektywnie 2018 rok), pokrywa ok. 70% zapotrzebowania. W rezultacie spółka może dalej zwiększać integrację pionową biznesu.

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

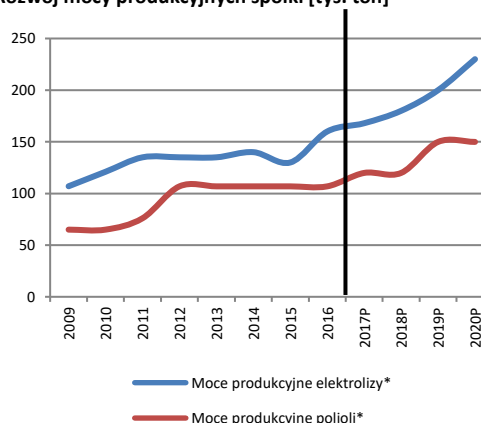
W październiku'17 zostało wydane zezwolenie przez Wałbrzyską SSE zezwolenie na prowadzenie działalności przez spółkę. Warunkiem jest zrealizowanie inwestycji co najmniej w kwocie 250 mln PLN do 2023 roku jak również zatrudnienie 10 nowych etatów. Spółka nie powinna mieć żadnych problemów ze spełnieniem tych warunków.

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

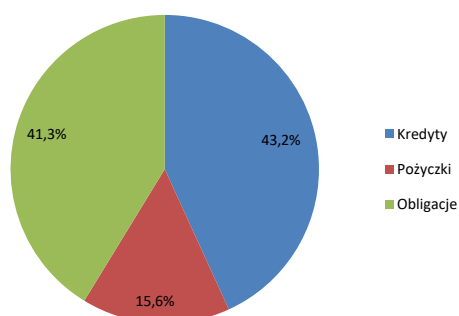
Na koniec 3Q'17 zadłużenie spółki wynosiło ok. 485 mln PLN (netto 461 mln PLN, 1,9x EBITDA adj.), a jego struktura jest relatywnie bezpieczna. Ok. 43% stanowią kredyty głównie z BGK (termin zapadalności 2018-2027), pożyczki NFOŚiGW i WFOŚiGW (16%, zapadalność 2017-2027) i detaliczne obligacje (41%) zapadające w 2019-2023. Oczekujemy, że wskaźnik DN/EBITDA utrzyma się w rejonach 1,5-2,0x.

Zadłużenie spółki [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	3Q'17	Uwagi
Kredyty	95,0	143,2	152,3	149,2	209,2	
inwestycyjne	81,3	104,8	112,3	122,2	183,8	zapadalność 2018-2027
obrotowe/leasing	13,7	38,4	40,0	27,0	25,4	
Pożyczki	60,7	102,5	113,7	88,5	75,4	z NFOŚiGW i WFOŚiGW na elektrolizę, zapadalność 2017-2027
Obligacje	104,0	117,0	120,0	177,5	199,9	
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					25,0	nowa kupon 5%
RAZEM	259,7	362,7	386,1	415,2	484,5	

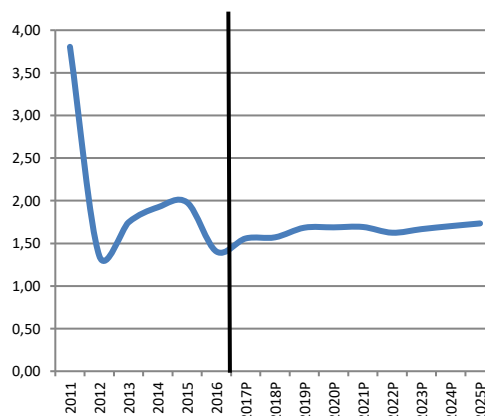
Źródło: BDM S.A. spółka.

Struktura zadłużenia spółki w 2H'17



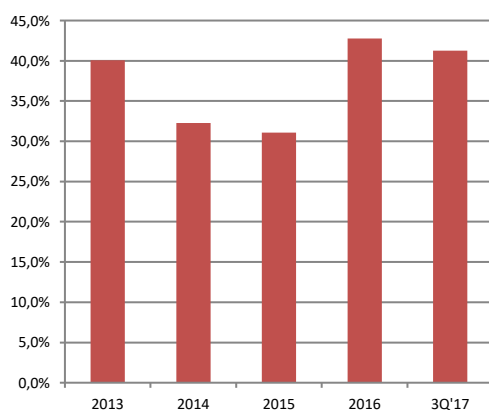
Źródło: BDM S.A. spółka.

DN/EBITDA- prognoza



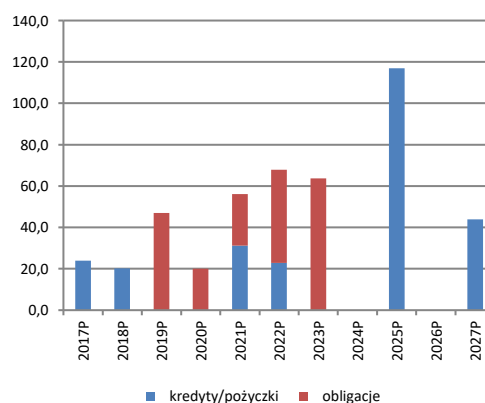
Źródło: BDM S.A. spółka. Szacunki własne

Udział obligacji detalicznych*



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

Zapadalność długu*



Źródło: BDM S.A. spółka. * bez uwzględniania kredytów obrotowych i leasingu.

ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2017-2019

Na 2017 rok podwyższyliśmy założenia EBITDA o niecałe 7%. Zmiana wynika z lepszych od oczekiwań wyników za 3Q'17 (+8% vs oczek.) i bardzo mocnego rynku alkaliów w 4Q'17. W rezultacie podwyższyliśmy założenia w segmencie chloropochodnych. Prognozy dla PUR pozostały bez zmian.

Kluczowa zmiana w naszych projekcjach to zdecydowane, ok. 20% podwyższenie prognozy EBITDA w 2018 roku. Prognozy w chloropochodnych podwyższyliśmy aż o 47%, a zmiana ta wynika głównie z efektu cenowego (notowania sody kaustycznej w 4Q'17 rosła o 36% r/r (licząc w USD) a w 1Q'18 oczekujemy jeszcze ok. 5% podwyżki q/q i utrzymania cen (średnia w '18 +26% r/r w USD). Sam efekt cenowy oceniamy na ok. +60 mln PLN EBITDA r/r w '18. Negatywny wpływ na wyniki będzie mieć wzrost cen gł. węgla (+20%) ale koszty własnej EC nie są istotne w całej strukturze grupy.

W 2019 roku i późniejszych latach prognozy nie uległy większym zmianom (+6% vs poprzednio). W tym okresie zakładamy ok. 10% r/r korektę cen sody/ługu, co da negatywny efekt cenowy ok. -50 mln PLN. Powinien on jednak zostać zrównoważony pozytywnym efektem wolumenowym w związku ze wzrostem zdolności produkcyjnych elektrolizy.

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]

	2017P			2018P			2019P		
	poprzednio	faktyczne	różnica	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Przychody*	1 216,2	1 257,3	3,4%	1 284,3	1 327,3	3,3%	1 416,7	1 367,0	-3,5%
Chloropochodne	353,8	366,0	3,4%	426,1	512,2	20,2%	455,6	512,2	12,4%
Poliuretany	636,6	644,1	1,2%	675,8	639,8	-5,3%	773,8	671,3	-13,3%
Inna działalność chemiczna	97,8	92,7	-5,1%	97,8	92,7	-5,1%	107,5	102,0	-5,1%
Kompleks Energetyczny	32,4	30,7	-5,4%	26,4	26,3	-0,6%	26,5	26,3	-0,6%
Kompleks Zarządzania	98,4	134,8	37,0%	58,3	56,4	-3,1%	53,3	55,2	3,6%
Pozostałe/wyłączenia	-2,9	-11,0		0,0	-0,1		0,0	0,0	
EBITDA	238,4	254,5	6,8%	270,7	326,7	20,7%	301,8	320,1	6,1%
Chloropochodne	109,5	128,8	17,6%	131,5	193,2	46,9%	131,3	174,1	32,6%
Poliuretany	70,4	70,9	0,7%	77,2	85,4	10,6%	103,0	89,3	-13,3%
Inna działalność chemiczna	7,8	6,5	-16,7%	7,6	6,7	-11,7%	9,2	8,2	-10,7%
Kompleks Energetyczny	33,8	29,9	-11,6%	34,1	26,8	-21,4%	38,1	29,9	-21,5%
Kompleks Zarządzania	17,5	19,7	12,6%	20,3	14,8	-27,1%	20,3	16,8	-17,2%
Pozostałe/wyłączenia	-0,5	-1,2		0,0	-0,2		0,0	1,8	
EBIT	177,9	190,2	6,9%	205,5	254,9	24,0%	234,3	243,2	3,8%
Zysk brutto	163,2	172,0	5,4%	190,2	235,6	23,9%	218,3	221,3	1,4%
Zysk netto	149,3	157,8	5,7%	171,2	212,1	23,9%	196,5	199,2	1,4%
Marża EBITDA	19,6%	20,2%		21,1%	24,6%				
Marża EBIT	14,6%	15,1%		16,0%	19,2%				
Marża netto	12,3%	12,6%		13,3%	16,0%				
Ropa Brent [USD/bbl]	52,3	55,0	5,1%	53,0	61,3	15,6%	53,8	58,4	8,7%
Poliole standard [EUR/t]	1 732,8	1 720,4	-0,7%	1 656,5	1 754,0	5,9%	1 647,7	1 658,5	0,7%
Soda kaustyczna [USD/t]	628,5	651,7	3,7%	689,5	818,0	18,6%	687,4	736,2	7,1%
Tlenek propylenu [USD/t]	1 743,1	1 741,2	-0,1%	1 723,0	1 750,0	1,6%	1 721,0	1 726,5	0,3%
Propylen [EUR/t]	823,7	839,5	1,9%	773,8	844,3	9,1%	768,2	776,4	1,1%
Tlenek etylenu [USD/t]	1 399,1	1 434,1	2,5%	1 416,7	1 516,4	7,0%	1 436,8	1 446,2	0,7%
EUR/PLN	4,27	4,26	-0,1%	4,36	4,30	-1,6%	4,36	4,33	-0,7%
EUR/USD	1,13	1,13	-0,6%	1,22	1,19	-2,4%	1,25	1,24	-0,9%
Teoret.marża alkalia [PLN/t]	1 068,8	1 125,4	5,3%	980,8	1 232,9	25,7%	881,0	996,8	13,1%
Poliol-0,64propylen [EUR/t]	1 205,7	1 183,2	-1,9%	1 161,2	1 213,6	4,5%	1 156,1	1 161,5	0,5%
Zagregowany wolumen alkaliów [tys. ton]	252,2	258,2	2,4%	269,5	275,9	2,4%	305,4	323,8	6,0%
Zagregowany wolumen poliole [tys. ton]	85,6	83,0	-3,0%	92,7	83,5	-10,0%	106,5	91,2	-14,4%

Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne. * przychody tylko na zewnątrz spółki (bez wyłączeń międzysegmentowych- gł. tlenek propylenu z chloropochodnych do poliuretanów). Poprzednie prognozy z 06.09.2017

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026

Główne założenia roczne

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Ropa Brent [USD/bbl]	53,7	45,0	55,0	61,3	58,4	56,8	56,0	55,7	55,9	56,3	56,6	56,6
zmiana r/r	-46,1%	-16,1%	22,1%	11,4%	-4,6%	-2,9%	-1,4%	-0,5%	0,4%	0,7%	0,5%	0,0%
Ceny produktów												
Poliole standard [EUR/t]	1 716,7	1 541,3	1 720,4	1 754,0	1 658,5	1 600,5	1 561,2	1 556,0	1 559,8	1 567,5	1 573,2	1 573,2
zmiana r/r	-5,8%	-10,2%	11,6%	2,0%	-5,4%	-3,5%	-2,5%	-0,3%	0,2%	0,5%	0,4%	0,0%
Chlor [USD/t]	169,5	165,0	166,8	172,2	169,9	168,5	167,8	167,6	167,8	168,1	168,4	168,4
zmiana r/r	4,6%	-2,7%	1,1%	3,3%	-1,3%	-0,8%	-0,4%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,0%
Soda kaustyczna [USD/t]	548,3	569,2	651,7	818,0	736,2	740,8	743,1	743,9	743,3	742,1	741,2	741,2
zmiana r/r	-7,1%	3,8%	14,5%	25,5%	-10,0%	0,6%	0,3%	0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	0,0%
Ceny surowców												
Energia spot TGE [PLN/MWh]	157,0	161,4	163,5	176,0	179,5	183,1	186,7	190,5	194,3	198,1	202,1	206,2
zmiana r/r	-14,9%	2,8%	1,3%	7,6%	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	240,1	244,9	249,7	254,7	259,8	265,0	270,3	275,7	281,3
zmiana r/r	6,7%	1,3%	0,0%	5,0%	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	295,6	301,5	307,5	313,7	319,9	326,3	332,9	339,5	346,3
zmiana r/r	-3,0%	0,0%	0,0%	20,0%	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	1 741,2	1 750,0	1 726,5	1 709,8	1 708,0	1 702,8	1 710,9	1 718,9	1 722,0	1 718,7
zmiana r/r	-23,5%	-6,7%	16,7%	0,5%	-1,3%	-1,0%	-0,1%	-0,3%	0,5%	0,5%	0,2%	-0,2%
Propylen [EUR/t]	820,6	635,0	839,5	844,3	776,4	736,4	709,7	706,2	708,8	713,9	717,8	717,8
zmiana r/r	-24,0%	-22,6%	32,2%	0,6%	-8,0%	-5,2%	-3,6%	-0,5%	0,4%	0,7%	0,5%	0,0%
Tlenek etylenu [USD/t]	1 357,6	1 299,7	1 434,1	1 516,4	1 446,2	1 404,5	1 385,2	1 378,5	1 383,5	1 393,5	1 401,0	1 401,0
zmiana r/r	-26,0%	-4,3%	10,3%	5,7%	-4,6%	-2,9%	-1,4%	-0,5%	0,4%	0,7%	0,5%	0,0%
Kursy walut												
EUR/PLN	4,18	4,36	4,26	4,30	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33
USD/PLN	3,77	3,95	3,78	3,60	3,50	3,42	3,34	3,34	3,34	3,34	3,34	3,34
EUR/USD	1,11	1,11	1,13	1,19	1,24	1,27	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Produkcja												
Ług sodowy [tys. ton]	126,7	150,4	163,0	174,6	200,0	207,0	218,5	230,0	230,0	230,0	230,0	230,0
wykorzystanie mocy	97,5%	94,0%	97,0%	97,0%	100,0%	90,0%	95,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Poliole standard [tys. ton]	106,9	106,9	113,4	119,9	134,9	149,9	149,9	149,9	149,9	149,9	149,9	149,9
wykorzystanie mocy	100,0%	100,0%	94,6%	100,0%	90,0%	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	1 125,4	1 232,9	996,8	939,6	876,9	848,7	838,9	827,3	814,4	801,1
zmiana r/r	28,6%	15,5%	9,2%	9,6%	-19,1%	-5,7%	-6,7%	-3,2%	-1,1%	-1,4%	-1,6%	-1,6%
Poliol-0,64*propylen [EUR/t]	1 191,5	1 134,9	1 183,2	1 213,6	1 161,5	1 129,2	1 107,0	1 104,0	1 106,2	1 110,6	1 113,8	1 113,8
zmiana r/r	5,3%	-4,8%	4,3%	2,6%	-4,3%	-2,8%	-2,0%	-0,3%	0,2%	0,4%	0,3%	0,0%

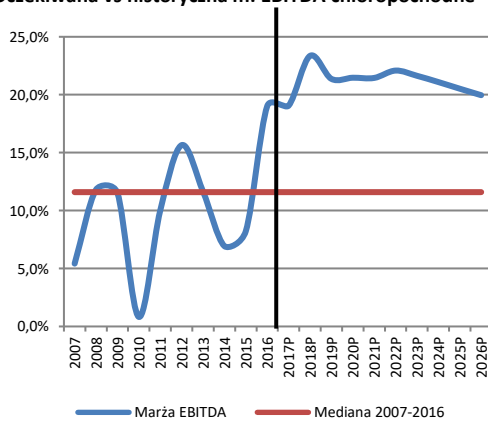
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, szacunki własne.

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 048,7	1 107,2	1 257,3	1 327,3	1 367,0	1 451,6	1 457,3	1 480,7	1 484,6	1 490,2	1 495,0	1 497,7
Chloropochodne	244,8	300,0	366,0	512,2	512,2	516,2	528,9	553,0	552,9	552,6	552,3	552,3
Poliuretany	577,7	579,1	644,1	639,8	671,3	744,7	726,3	724,0	725,7	729,3	732,0	732,0
Inna działalność chemiczna	94,7	88,2	92,7	92,7	102,0	112,2	123,4	125,9	128,4	131,0	133,6	136,3
Kompleks Energetyczny	24,8	31,7	30,7	26,3	26,3	26,4	26,5	26,5	26,6	26,7	26,8	26,9
Kompleks Zarządzania	40,7	163,0	134,8	56,4	55,2	52,2	52,2	51,2	51,0	50,7	50,4	50,2
Pozostałe/wyłączenia	66,0	-54,8	-11,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	153,1	292,7	254,5	326,7	320,1	322,3	323,0	333,1	328,6	324,8	321,2	#ARG!
Chloropochodne	38,9	107,5	128,8	193,2	174,1	173,6	174,7	185,0	181,5	177,2	172,4	167,6
Poliuretany	60,8	56,5	70,9	85,4	89,3	88,0	85,7	85,0	83,5	83,5	84,3	84,9
Inna działalność chemiczna	5,8	5,8	6,5	6,7	8,2	9,8	11,6	11,8	12,1	12,3	12,5	12,8
Kompleks Energetyczny	25,7	34,3	29,9	26,8	29,9	32,4	32,8	33,2	33,5	33,9	34,3	34,7
Kompleks Zarządzania	14,7	98,9	19,7	14,8	16,8	16,7	16,6	16,5	16,4	16,2	16,0	15,8
Pozostałe/wyłączenia	7,1	-10,2	-1,2	-0,2	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	#ARG!
EBIT	101,3	234,3	190,2	254,9	243,2	244,8	245,1	254,8	249,9	245,7	241,8	#ARG!
Zysk brutto	91,3	222,5	172,0	235,6	221,3	222,0	222,3	232,0	227,0	222,7	218,7	214,5
Zysk netto	84,8	202,7	157,8	212,1	199,2	199,8	200,0	208,8	204,3	200,4	196,8	193,1
Marża EBITDA	14,6%	26,4%	20,2%	24,6%	23,4%	22,2%	22,2%	22,5%	22,1%	21,8%	21,5%	#ARG!
Chloropochodne	8,2%	19,0%	19,1%	23,4%	21,4%	21,5%	21,4%	22,1%	21,6%	21,1%	20,5%	20,0%
Poliuretany	10,5%	9,8%	11,0%	13,3%	13,3%	11,8%	11,8%	11,7%	11,5%	11,5%	11,5%	11,6%
Inna działalność chemiczna	6,1%	6,6%	7,0%	7,2%	8,0%	8,7%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Kompleks Energetyczny	30,7%	35,3%	30,2%	26,4%	27,8%	28,3%	28,2%	28,0%	27,9%	27,8%	27,6%	27,5%
Kompleks Zarządzania	17,3%	46,9%	10,4%	12,7%	14,4%	14,4%	14,3%	14,2%	14,1%	13,9%	13,8%	13,6%
Marża EBIT	9,7%	21,2%	15,1%	19,2%	17,8%	16,9%	16,8%	17,2%	16,8%	16,5%	16,2%	#ARG!
Marża brutto	8,7%	20,1%	13,7%	17,8%	16,2%	15,3%	15,3%	15,7%	15,3%	14,9%	14,6%	14,3%
Marża netto	8,1%	18,3%	12,6%	16,0%	14,6%	13,8%	13,7%	14,1%	13,8%	13,4%	13,2%	12,9%

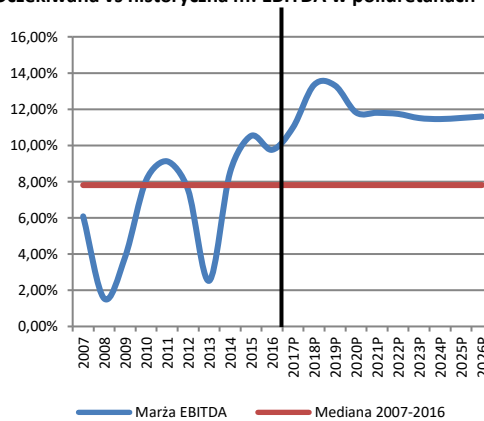
Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne. Marża EBITDA w segmentach faktyczna, bez włączeń między segmentowych.

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	1 168,7	1 338,0	1 350,1	1 353,6	1 356,5	1 359,3	1 361,2	1 362,3	1 362,6	1 362,0
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	1 128,3	1 297,6	1 309,6	1 313,2	1 316,0	1 318,8	1 320,7	1 321,8	1 322,1	1 321,6
Aktywa obrotowe	267,2	356,6	415,1	391,0	452,3	462,7	460,9	470,6	464,8	460,7	457,6	454,8
Zapasy	71,0	65,2	87,3	92,2	94,9	100,8	101,2	102,8	103,1	103,5	103,8	104,0
Należności krótkoterminowe	107,3	128,7	147,6	155,4	159,8	169,2	169,9	172,5	172,9	173,5	174,0	174,3
Investycje krótkoterminowe	88,9	162,6	180,1	143,4	197,5	192,7	189,9	195,3	188,8	183,7	179,7	176,4
-środki pieniężne i ekwiwalenty	83,1	101,4	118,9	82,2	136,3	131,4	128,7	134,1	127,6	122,5	118,5	115,2
Aktywa razem	1 268,8	1 441,9	1 583,8	1 729,0	1 802,4	1 816,3	1 817,4	1 829,8	1 826,0	1 823,0	1 820,1	1 816,8
Kapitał (fundusz) własny	601,8	715,3	723,1	777,3	764,4	765,1	765,3	774,0	769,6	765,7	762,1	758,3
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	716,3	770,6	757,7	758,3	758,6	767,3	762,9	758,9	755,3	751,6
Zysk (strata) netto okresu	84,8	202,7	157,8	212,1	199,2	199,8	200,1	208,8	204,4	200,5	196,9	193,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	666,9	726,5	860,7	951,7	1 037,9	1 051,2	1 052,1	1 055,7	1 056,4	1 057,2	1 058,0	1 058,4
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	515,3	595,3	595,3	595,3	595,3	595,3	595,3	595,3	595,3
-oprocentowane	304,3	334,7	434,7	514,7	594,7	594,7	594,7	594,7	594,7	594,7	594,7	594,7
Zobowiązania krótkoterminowe	254,4	305,6	339,8	350,8	357,1	370,3	371,2	374,9	375,5	376,4	377,1	377,6
-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	1 583,8	1 729,0	1 802,4	1 816,3	1 817,4	1 829,8	1 826,0	1 823,0	1 820,1	1 816,8

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	1 257,3	1 327,3	1 367,0	1 451,6	1 457,3	1 480,7	1 484,6	1 490,2	1 495,0	1 497,7
Koszty produktów, tow. i materiałów	822,5	796,2	905,1	899,6	947,5	1 024,3	1 031,7	1 042,3	1 049,1	1 056,8	1 063,4	1 068,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	226,3	311,0	352,1	427,7	419,5	427,3	425,6	438,4	435,5	433,4	431,6	429,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	127,8	146,2	163,5	169,1	172,5	178,5	180,4	183,6	185,6	187,8	189,9	191,8
Zysk (strata) na sprzedaży	98,5	164,8	188,6	258,6	247,0	248,8	245,1	254,8	249,9	245,7	241,8	237,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2,8	69,5	1,5	-3,7	-3,8	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	153,1	292,7	254,5	326,7	320,1	322,3	323,0	333,1	328,6	324,8	321,2	317,4
EBIT	101,3	234,3	190,2	254,9	243,2	244,8	245,1	254,8	249,9	245,7	241,8	237,7
Saldo działalności finansowej	-10,0	-11,8	-16,1	-17,3	-19,8	-20,7	-20,8	-20,8	-20,8	-20,9	-21,0	-21,1
Zysk (strata) brutto	91,3	222,5	172,0	235,6	221,4	222,0	222,3	232,0	227,1	222,8	218,7	214,6
Zysk (strata) netto	84,8	202,7	157,8	212,1	199,2	199,8	200,1	208,8	204,4	200,5	196,9	193,1

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	149,2	262,9	249,4	301,4	297,0	298,1	300,7	309,4	305,8	302,4	299,2	295,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-130,8	-167,1	-165,9	-241,3	-89,1	-80,6	-80,5	-80,8	-80,3	-80,0	-79,6	-79,2
Przepływy z działalności finansowej	-57,2	-77,5	-66,0	-96,9	-153,8	-222,3	-223,0	-223,2	-231,9	-227,5	-223,6	-220,0
Przepływy pieniężne netto	-38,8	18,3	17,5	-36,7	54,1	-4,9	-2,8	5,4	-6,4	-5,1	-4,0	-3,3
Środki pieniężne na początek okresu	122,0	83,1	101,4	118,9	82,2	136,3	131,4	128,7	134,1	127,6	122,5	118,5
Środki pieniężne na koniec okresu	83,1	101,4	118,9	82,2	136,3	131,4	128,7	134,1	127,6	122,5	118,5	115,2

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%	13,6%	5,6%	3,0%	6,2%	0,4%	1,6%	0,3%	0,4%	0,3%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	91,2%	-13,1%	28,4%	-2,0%	0,7%	0,2%	3,1%	-1,4%	-1,2%	-1,1%	-1,2%
EBIT zmiana r/r	131,3%	-18,8%	34,1%	-4,6%	0,6%	0,1%	3,9%	-1,9%	-1,7%	-1,6%	-1,7%
Zysk netto zmiana r/r	139,2%	-22,1%	34,4%	-6,1%	0,3%	0,1%	4,4%	-2,1%	-1,9%	-1,8%	-1,9%
Marża brutto na sprzedaży	28,1%	28,0%	32,2%	30,7%	29,4%	29,2%	29,6%	29,3%	29,1%	28,9%	28,7%
Marża EBITDA	26,4%	20,2%	24,6%	23,4%	22,2%	22,2%	22,5%	22,1%	21,8%	21,5%	21,2%
Marża EBIT	21,2%	15,1%	19,2%	17,8%	16,9%	16,8%	17,2%	16,8%	16,5%	16,2%	15,9%
Marża brutto	20,1%	13,7%	17,8%	16,2%	15,3%	15,3%	15,7%	15,3%	14,9%	14,6%	14,3%
Marża netto	18,3%	12,6%	16,0%	14,6%	13,8%	13,7%	14,1%	13,8%	13,5%	13,2%	12,9%
COGS / przychody	71,9%	72,0%	67,8%	69,3%	70,6%	70,8%	70,4%	70,7%	70,9%	71,1%	71,3%
SG&A / przychody	13,2%	13,0%	12,7%	12,6%	12,3%	12,4%	12,4%	12,5%	12,6%	12,7%	12,8%
SG&A / COGS	18,4%	18,1%	18,8%	18,2%	17,4%	17,5%	17,6%	17,7%	17,8%	17,9%	18,0%
ROE	28,3%	21,8%	27,3%	26,1%	26,1%	26,1%	27,0%	26,6%	26,2%	25,8%	25,5%
ROA	14,1%	10,0%	12,3%	11,1%	11,0%	11,0%	11,4%	11,2%	11,0%	10,8%	10,6%
Dług	415,2	515,2	595,2	675,2	675,2	675,2	675,2	675,2	675,2	675,2	675,2
D / (D+E)	36,7%	41,6%	43,4%	46,9%	46,9%	46,9%	46,6%	46,7%	46,9%	47,0%	47,1%
D / E	58,0%	71,3%	76,6%	88,3%	88,3%	88,2%	87,2%	87,7%	88,2%	88,6%	89,0%
Dług / kapitał własny	58,0%	71,3%	76,6%	88,3%	88,3%	88,2%	87,2%	87,7%	88,2%	88,6%	89,0%
Dług netto	313,8	396,3	513,0	538,9	543,8	546,6	541,2	547,6	552,8	556,8	560,0
Dług netto / kapitał własny	43,9%	54,8%	66,0%	70,5%	71,1%	71,4%	69,9%	71,2%	72,2%	73,1%	73,8%
Dług netto / EBITDA	1,1	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8
Dług netto / EBIT	1,3	2,1	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4
EV	2 051,0	2 133,5	2 250,2	2 276,1	2 281,0	2 283,7	2 278,3	2 284,8	2 289,9	2 293,9	2 297,2
Dług / EV	20,2%	24,1%	26,5%	29,7%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,5%	29,4%	29,4%
CAPEX / Przychody	11,1%	13,2%	18,2%	6,5%	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%
CAPEX / Amortyzacja	209,7%	257,8%	335,9%	115,7%	104,5%	103,7%	103,5%	102,4%	101,4%	100,4%	99,3%
Amortyzacja / Przychody	5,3%	5,1%	5,4%	5,6%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Zmiana KO / Przychody	-1,2%	0,7%	0,2%	0,1%	0,2%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-22,3%	5,5%	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	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
P/E*	8,6	11,1	8,2	8,8	8,7	8,7	8,4	8,5	8,7	8,9	9,0
P/BV*	2,4	2,4	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
P/CE*	6,7	7,9	6,2	6,3	6,3	6,3	6,1	6,2	6,2	6,3	6,4
EV/EBITDA*	7,0	8,4	6,9	7,1	7,1	7,1	6,9	7,0	7,1	7,2	7,3
EV/EBIT*	8,8	11,3	8,9	9,4	9,4	9,4	9,0	9,2	9,4	9,5	9,7
EV/S*	1,9	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
BVPS	36,0	36,4	39,2	38,5	38,5	38,6	39,0	38,8	38,6	38,4	38,2
EPS	10,2	8,0	10,7	10,0	10,1	10,1	10,5	10,3	10,1	9,9	9,7
CEPS	13,2	11,2	14,3	13,9	14,0	14,0	14,5	14,3	14,1	13,9	13,7
FCFPS	11,0	11,4	11,2	11,1	10,9	10,8	9,7	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS w okresie	4,5	7,6	8,0	10,7	10,0	10,1	10,1	10,5	10,3	10,1	9,9
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 88,0 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/węgiel

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji PCC Rokita

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	111,0	Akumuluj	99,7	22.11.2017	14:56 CEST	88,0	63 936
Akumuluj	99,7	Kupuj	78,0	06.09.2017	11:47 CEST	90,5	64 944,4
Kupuj	78,0	Trzymaj	65,0	01.03.2017	9:35 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 4Q'17:

Kupuj	4	33%
Akumuluj	2	17%
Trzymaj	4	33%
Redukuj	2	17%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany 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 (bazując 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 instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 22.11.2017 roku (14:56 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 27.11.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez użycia danych 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 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 22.11.2017 roku:

- **BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.**
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- **BDM wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji i wykonuje czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.**
- **W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.**
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- **BDM pełni funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.**
- **W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.**
- **BDM otrzymuje wynagrodzenie od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.**
- 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 świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.