



Dom Maklerski BDM S.A.

PCC ROKITA

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 88,4 PLN

16 PAŹDZIERNIK 2018, 14:25 CEST

Korekta cenowa na rynku sody kaustycznej w 2-3Q'18 nie była tak dotkliwa jak się spodziewaliśmy, a dodatkowe wolumeny sprzedaży z rozbudowanej elektrolizy powinny prowadzić do historycznie rekordowego 3Q'18 i całego 2018 roku. Jednocześnie dostrzegamy wyraźny wzrost kosztów energetycznych, który zgodnie z polityką zakupową spółki wpłynie na wyniki od 2020 roku. Tym samym ostrożniej podeszliśmy do perspektyw dla tego okresu obniżając średniocykliczną EBITDA z ok. 320 do 270 mln PLN. W rezultacie wydajemy rekomendację TRZYMAJ dla spółki z ceną docelową 88,4 PLN/akcje.

W 3Q'18 liczymy na ok. 80 mln PLN EBITDA, co da dynamikę wzrostu blisko 60% r/r. Mocniejszy powinien być 4Q'18, który sezonowo jest najlepszy w roku. Cały 2018 rok spółka powinna zamknąć rekordowym wynikiem ok. 330 mln PLN EBITDA (blisko 30% r/r wzrostu).

W latach 2019-2020 oczekujemy dalszej korekty cenowej alkaliów (łącznie ok. 10% na sodzie kaustycznej), co da ponad 50 mln PLN negatywnego efektu na marży. Powinien on zostać zneutralizowany wolumenami sprzedaży z rozbudowanych mocy produkcyjnych elektrolizy. Efekt ten może być wyraźniej widoczny w 2019 roku, gdzie w skali grupy spółka powinna nieznacznie poprawić wyniki.

PCC Rokita realizuje konsekwentną politykę zakupową energii na 2 lata do przodu. W rezultacie obserwowane obecnie wyraźne wzrosty cen na TGE (80-90 PLN/MWh) uderzą w biznes spółki dopiero w 2020 roku (negatywny efekt ok. 50 mln PLN). Liczymy się wówczas z ok. 20% r/r spadkiem EBITDA grupy.

W ostatnim czasie pojawia się coraz więcej szczegółów rozwiązań mających zrekompenzować część rosnących kosztów energii dla odbiorców przemysłowych. Przy skali kosztów energetycznych spółka mogłaby być znaczącym beneficjentem takiego programu, czego konserwatywnie nie zakładamy.

Spółka nie ma instalacji chemicznych zgłoszonych do ETS. W systemie handlu emisjami zgłoszona jest tylko zakładowa elektrociepłownia. Dodatkowo spółka zgromadziła >0,4 mln ton nadwyżki, co powinno wystarczyć jej na ok. 3 lata. W długim terminie potencjalne koszty z tyt. emisji szacujemy na ok. 11 mln PLN.

Przy okazji Dnia Inwestora we wrześniu 2018 roku spółka szacowała nakłady inwestycyjne w latach 2018-2020 na 700 mln PLN (pb.pl). W tym okresie oczekujemy i uwzględniamy w modelu ok. 450 mln PLN. Spółka sugerowała wcześniej kilka nowych, potencjalnych inwestycji m.in. w Azji, ale w RB z 5. października'18 zarząd pozytywnie ocenił alokację projektu inwestycyjnego w Malezji (z PCC Exol) do PCC SE (spółka dominująca). Komunikat odbieramy jako ostrożne podejście zarządu do wydatkowania środków w najbliższych latach.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	1 048,7	1 107,2	1 285,9	1 465,9	1 563,0	1 515,1
EBITDA adj. [mln PLN]	149,5	223,5	258,7	332,1	350,6	277,8
EBITDA [mln PLN]	153,1	292,7	266,6	334,1	350,6	277,8
EBIT [mln PLN]	101,3	234,3	201,1	264,7	274,3	199,5
Wynik netto [mln PLN]	84,8	202,7	182,3	230,2	230,9	163,6
P/BV	2,9	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0
P/E	20,4	8,5	9,5	7,5	7,5	10,6
EV/EBITDA	13,3	7,0	8,0	6,7	6,4	8,0
EV/EBIT	19,1	8,1	9,4	7,5	7,2	9,9
DPS w okresie	3,5	4,5	7,6	8,3	8,3	8,3
DY	4,0%	5,1%	8,7%	9,6%	9,6%	9,6%

Wycena DCF [PLN]	87,0
Wycena porównawcza [PLN]	90,5
Wycena końcowa [PLN]	88,4
Potencjał do wzrostu / spadku	1,6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	87,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 727,2
Ilość akcji [mln. szt.]	19,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	117,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	82,4
Stopa zwrotu za 3 mc	-12,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-19,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-24,3%
Struktura akcjonariatu*:	
PCC SE	89,4%
Pozostali	10,6%

*- liczba głosów na WZA

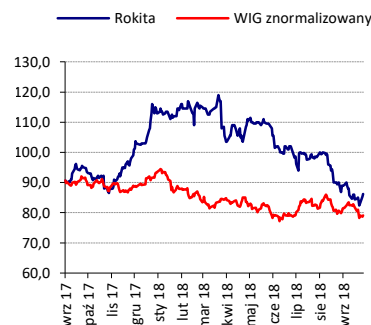
Krzysztof Brymora

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
REKORDOWE WYNIKI 3Q'18 I 2018	3
WYSOKIE CENY ENERGII UDERZĄ W WYNIKI DOPIERO W 2020 ROKU	4
POTENCJALNE WSPARCIE DLA PRZEMYSŁU ENERGOCHŁONNEGO	4
RELATYWNIE NISKA EKSPOZYCJA NA ROSNĄCE KOSZTY PRAW EMISYJNYCH CO2	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA DCF.....	6
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	9
WYNIKI 2Q'18.....	10
PROGNOZA NA 3Q'18 I PERSPEKTYWY 2018/2019	11
OTOCZENIE RYNKOWE	12
ALKALIA	12
POLIOLE	13
KOSZTY ENERGII/SUROWCÓW/CO2	14
POTENCJALNE WSPARCIE DLA PRZEMYSŁU ENERGOCHŁONNEGO	15
NAKŁADY INWESTYCYJNE- AKTUALIZACJA	16
STRUKTURA ZADŁUŻENIA.....	18
ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2018-2019	19
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027	20
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 87,0 PLN. Natomiast wycena porównawcza do zachodnich konkurentów i polskich firm z branży chemicznej notowanych na GPW, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 79,6-101,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 60% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 40% dla wyceny porównawczej (bez zmian) z uwagi na wysoką dywidendę płaconą przez PCC Rokita (DY ok. 9%). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 88,4 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	60%	87,0
Wycena metodą porównawczą [PLN]	40%	90,5
do spółek zagranicznych		79,6
do spółek polskich		101,4
Wycena spółki [PLN]		88,4

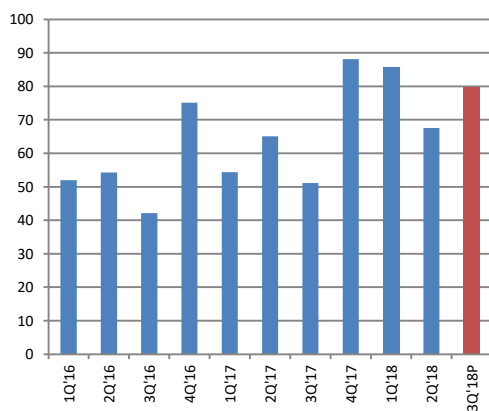
Źródło: BDM S.A.

Rekordowe wyniki 3Q'18 i 2018

W 3Q'18 liczymy na ok. 80 mln PLN EBITDA, co da dynamikę wzrostu blisko 60% r/r. Mocniejszy powinien być 4Q'18, który sezonowo jest najlepszy w roku. Cały 2018 rok spółka powinna zamknąć rekordowym wynikiem ok. 330 mln PLN EBITDA (blisko 30% r/r wzrostu).

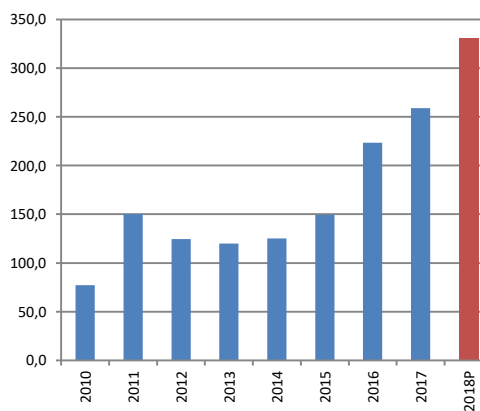
Uważamy, że 2019 rok nie powinien być gorszy. Liczymy na wolumen sprzedaży w związku z rozbudową zdolności produkcyjnych elektrolizy, a obserwowane wzrosty cen energii uderzą w wyniki dopiero w 2020 roku.

Oczyszczona EBITDA 1Q'16-3Q'18P



Źródło: DM BDM, spółka

Oczyszczona EBITDA 2010-2018P



Źródło: DM BDM, spółka

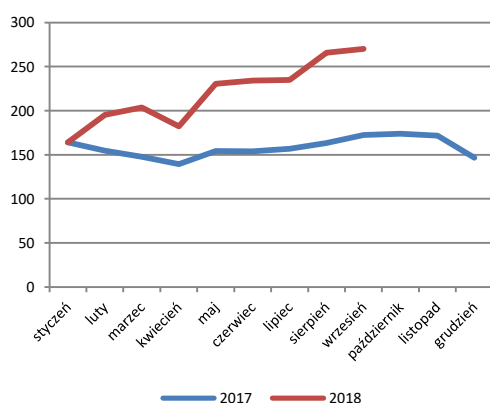
Wysokie ceny energii uderzą w wyniki dopiero w 2020 roku

Spółka zużywa blisko 0,6 TWh energii, z czego 0,5 TWh kupuje z sieci (koszt rzędu 120 mln PLN). Jest to drugi pod względem wartości (po propylene) koszt w spółce.

PCC Rokita realizuje konsekwentną politykę zakupową energii na 2 lata do przodu. W rezultacie obserwowane obecnie wyraźne wzrosty cen na TGE (80-90 PLN/MWh) uderzą w biznes spółki dopiero w 2020 roku (negatywny efekt ok. 50 mln PLN).

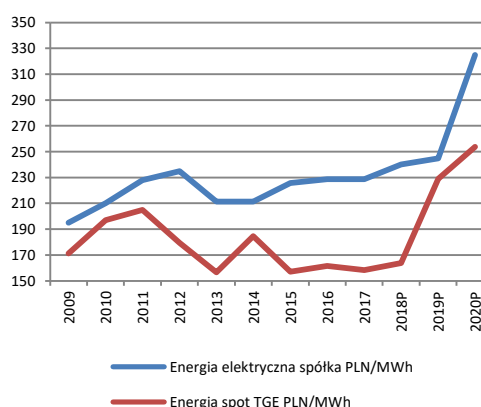
Spółka jest na etapie zwiększania zdolności produkcyjnych elektrolizy. W rezultacie część rosnących kosztów energii powinno się udać zneutralizować wolumenem sprzedaży.

Średniomiesięczne ceny energii elektrycznej [PLN/MWh]



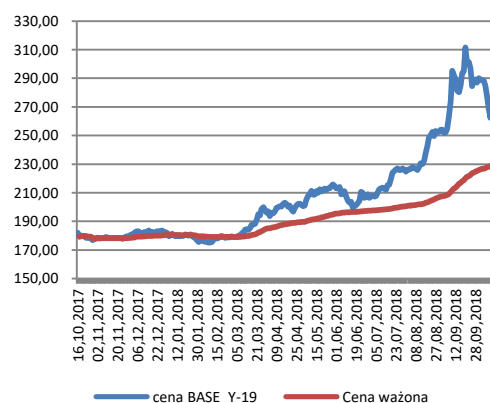
Źródło: DM BDM, TGE- średniomiesięczna cena spot

Ceny energii elektrycznej 2009-2020P [PLN/MWh]



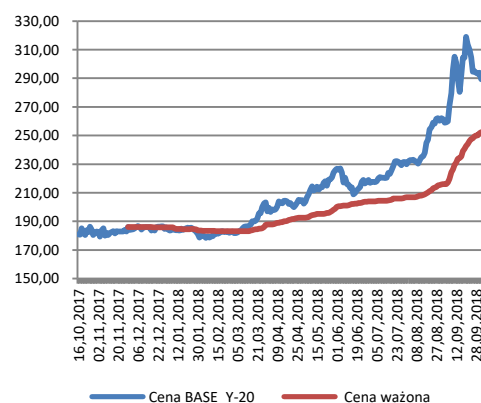
Źródło: DM BDM, szacunki własne, TGE- średniomiesięczna cena spot

Notowania kontraktu na e.e. na 2019 rok [PLN/MWh]



Źródło: DM BDM, TGE

Notowania kontraktu na e.e. na 2020 rok [PLN/MWh]



Źródło: DM BDM, TGE

Potencjalne wsparcie dla przemysłu energochłonnego

W ostatnim czasie pojawia się coraz więcej szczegółów rozwiązań mających zrehabilitować część rosnących kosztów energii dla odbiorców przemysłowych. Rząd, na wzór podobnych mechanizmów stosowanych w UE, miałby przeznaczyć część środków ze sprzedaży uprawnień emisyjnych na wsparcie dla przemysłu. Przy skali kosztów energetycznych spółka mogłaby być znaczącym beneficjentem takiego programu, czego konserwatywnie nie zakładamy

Relatywnie niska ekspozycja na rosnące koszty praw emisyjnych CO2

Spółka nie ma instalacji chemicznych zgłoszonych do ETS. W systemie handlu emisjami zgłoszona jest tylko zakładowa elektrociepłownia. Dodatkowo spółka zgromadziła >0,4 mln ton nadwyżki, co powinno wystarczyć jej na ok. 3 lata. W długim terminie potencjalne koszty z tyt. Emisji szacujemy na ok. 11 mln PLN.

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 szczyt cen wystąpił w 1Q'18, niemniej od tego czasu obserwowana korekta nie jest wysoka (4%). Przyjmujemy, że będzie ona trwała także w 2019-2020 (łącznie -15%), a w długim terminie ceny będzie wspierał brak nowych projektów inwestycyjnych i wysokie koszty energii (normalizacja marż).

▪ Wzrosty cen węgla i energii

O konkurencyjności biznesu chlorowego/alkaliów decyduje koszt energii elektrycznej. W 2018 roku szacujemy, że spółka płaciła za energię ok. 5% więcej r/r. Na 2019 rok nie przewidujemy większych zmian zgodnie z polityką zakupową spółki. Obserwowane wzrosty cen energii na TGE o 80-90 PLN/MWh (+40% r/r) wyraźnie będą widoczne w 2020 roku, co da negatywny efekt na marży ok. 50 mln PLN. Istnieje ryzyko dalszych wzrostów cen energii czego nie zakładamy.

W 2018 roku szacujemy, że spółka korzystała z węgla energetycznego o ok. 20% r/r wyższego, co dało ok. 6 mln PLN negatywnego efektu na marży. Istnieje ryzyko dalszych, wyraźnych wzrostów cen węgla, czego nie zakładamy.

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.

▪ 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 2010-2018 wyniosła ponad 700 mln PLN, czyli ok. 40% kapitalizacji spółki. W rezultacie spółka handlowana jest z premią do podmiotów porównywalnych.

▪ Silny program inwestycyjny

Szczyt inwestycji spółka powinna osiągnąć w 2018 roku. Niewykluczone są jednak inne decyzje obciążające cash flow spółki i zwiększające zadłużenie.

▪ Rewolucja ropy w USA

Rewolucja ropy 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.

▪ Ryzyko uzależnienia od dostaw surowców

Na rynku jest niewielu producentów tlenku propylenu czy etylenu. Dostawy są zmonopolizowane. Jedynym dostawcą tlenku propylenu do spółki (ok. 14% kosztów spółki-zewnątrz dostawa) jest Lyondell. Jedynym dostawcą tlenku etylenu (ok. 11% 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.

▪ 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. 700 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.

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 2Q'18 spółka zainstalowała dodatkowe dwa elektrolizery, które po inwestycjach towarzyszących likwidujących wąskie gardła powinny dać zdolność produkcyjną na poziomie 230 tys. ton ługu sodowego ze 168 tys. ton obecnie. Nasze założenia w tej kwestii nie uległy większym zmianom. W całym 2018 roku spółka powinna dołożyć ok. 10 tys. ton wolumenu, a w 2019 >20 tys. ton. Dojście do pełnych zdolności będzie stopniowe (2022 rok) i będzie zależeć od zagospodarowania chloru przez sąsiednią instalację MCAA.

- **Ceny produktów i surowców**

Zaktualizowaliśmy ceny kluczowych produktów/surowców do października'18. Widzimy mniejszą korektę cenową na sodzie kaustycznej (-4% vs 10% oczek. wcześniej). Przyjmujemy, że korekta cenowa będzie bardziej wypłaszczona i obejmie lata 2018-2020, a ceny spadną od szczytu w 1Q'18 o 13-15%.

Obserwowane wzrosty cen energii na TGE o 80-90 PLN/MWh spółka odczuje, zgodnie z jej polityką zakupową, w 2020 roku. Szacujemy, że wzrost cen wyniesie wówczas ok. 33% i da negatywny efekt na marży w wysokości ok. 50 mln PLN. To główny powód obniżenia wyników od 2020 roku i w konsekwencji wyceny spółki.

- **Kursy walut**

Kursy walutowe przyjmujemy zgodnie z aktualną krzywą kontraktów terminowych. Skutkuje to niższym kursem EUR/USD co negatywnie wpływa na segment poliuretanów. M.in. z tego powodu obniżyliśmy założenia w tym segmencie. Uważamy, że z uwagi na nasilającą się konkurencję (Sadara, MOL od 2022 roku) spółka nie będzie w stanie wrócić tam do marży EBITDA 10% (2016-2017).

- **CAPEX i inwestycje kapitałowe**

CAPEX został szczegółowo przedstawiony w osobnym rozdziale. W latach 2016-2018 spółka oczekiwała ok. 440 mln PLN. Z dzisiejszej perspektywy wiemy że będzie to ponad 500 mln PLN w tym ok. 230 mln PLN w 2018 roku (bez większych zmian). CAPEX podnieśliśmy na 2019 rok, co wiąże się z dokończeniem inwestycji w chloropochodnych i pozostałych (Centrum Innowacji).

- **Koszty uprawnień do emisji CO2**

Ceny uprawnień emisyjnych zanotowały w 2018 roku kilkukrotny wzrost. W dłuższym okresie przyjmujemy cenę uprawnień na poziomie 20 EUR/EUA. Wskazujemy przy tym, że spółka nie ma zgłoszonych instalacji chemicznych do ETS i ponosi z tego tytułu relatywnie niskie koszty. Nadwyżka uprawnień (>0,4 mln ton) zgromadzona w poprzednich latach powinna wystarczyć do 2020/2021 roku. Potem oczekujemy ok. 11 mln PLN kosztów.

- **Dywidenda**

Dywidenda z zysku za 2017 rok wyniosła ok. 165 mln PLN czyli 8,31 PLN/akcję. Lata 2018-2019 będą dla spółki rekordowe pod względem wyników finansowych. Przyjmujemy, że dywidenda będzie wówczas nie niższa niż ta za 2017 rok.

Od 2010 spółka regularnie wypłaca dywidendy (ponad 700 mln PLN), a stopa wypłaty to z reguły 100% osiągniętego zysku. Wobec dużych potrzeb kapitałowych właściciela oczekujemy utrzymania tej polityki w kolejnych latach.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie ok. 10% (SSE do 2026 roku). W latach 2007-2017 średnia stopa procentowa kształtowała się poniżej 7%, a w 2011-2017 poniżej 5%.
- 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 16 października 2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,73 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 87,0 PLN.

Model DCF

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 285,9	1 465,9	1 563,0	1 515,1	1 513,9	1 507,2	1 503,4	1 502,6	1 503,7	1 506,3	1 509,0
EBIT [mln PLN]	201,1	264,7	274,3	199,5	196,0	187,9	190,6	191,7	192,6	193,2	194,1
Stopa podatkowa	10,0%	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]	20,1	26,5	27,4	20,0	19,6	18,8	19,1	19,2	19,3	19,3	19,4
NOPLAT [mln PLN]	181,0	238,2	246,9	179,6	176,4	169,1	171,6	172,6	173,4	173,9	174,7
Amortyzacja [mln PLN]	65,4	69,4	76,3	78,3	78,2	78,1	78,0	77,9	77,8	77,7	77,7
CAPEX [mln PLN]	-169,4	-233,0	-146,0	-76,9	-76,9	-76,7	-76,6	-76,7	-76,8	-76,9	-77,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-31,7	-29,0	-6,0	2,9	0,1	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
FCF [mln PLN]	45,4	45,6	171,2	183,9	177,8	170,9	173,2	173,8	174,3	174,6	175,1
DFCF [mln PLN]	-	44,6	155,5	155,0	139,1	124,1	116,8	108,8	101,3	94,1	87,6
Suma DFCF [mln PLN]		1 126,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]		2 364,5	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 183,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]		2 310,3									
Dług netto* [mln PLN]		582,9									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 727,4									
Ilość akcji [mln szt.]		19,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		87,0									

Przychody zmiana r/r	14,0%	6,6%	-3,1%	-0,1%	-0,4%	-0,3%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	31,6%	3,6%	-27,3%	-1,7%	-4,1%	1,4%	0,6%	0,5%	0,3%	0,4%
FCF zmiana r/r	0,4%	275,5%	7,4%	-3,3%	-3,9%	1,3%	0,4%	0,3%	0,1%	0,3%
Marża EBITDA	22,8%	22,4%	18,3%	18,1%	17,6%	17,9%	17,9%	18,0%	18,0%	18,0%
Marża EBIT	18,1%	17,5%	13,2%	12,9%	12,5%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,9%
Marża NOPLAT	16,3%	15,8%	11,9%	11,7%	11,2%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,6%
CAPEX / Przychody	15,9%	9,3%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
CAPEX / Amortyzacja	335,7%	191,4%	98,2%	98,4%	98,2%	98,2%	98,4%	98,7%	99,0%	99,2%
Zmiana KO / Przychody	2,0%	0,4%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%

Źródło: BDM S.A. *- uwzględnia wypłatę dywidendy z zysku za 2017 w kwocie 165 mln PLN.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	67,6%	69,0%	68,8%	68,8%	68,6%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
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	32,4%	31,0%	31,2%	31,2%	31,4%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%
WACC	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	73,4	78,9	85,8	94,8	107,0	124,2	150,9	197,2	297,9
	0,8	69,8	74,8	81,0	89,0	99,6	114,4	136,5	173,1	245,5
	0,9	66,5	71,0	76,5	83,6	92,9	105,7	124,3	153,8	208,1
	1,0	63,3	67,4	72,4	78,8	87,0	98,1	113,9	138,1	180,0
	1,1	60,4	64,1	68,7	74,3	81,6	91,3	104,8	125,0	158,2
	1,2	57,6	61,0	65,1	70,3	76,8	85,3	96,9	113,9	140,7
	1,3	55,0	58,1	61,9	66,5	72,3	79,8	90,0	104,4	126,4

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%	77,3	83,4	91,1	101,3	115,3	135,7	168,2	228,3	376,8
	4,0%	69,8	74,8	81,0	89,0	99,6	114,4	136,5	173,1	245,5
	5,0%	63,3	67,4	72,4	78,8	87,0	98,1	113,9	138,1	180,0
	6,0%	57,6	61,0	65,1	70,3	76,8	85,3	96,9	113,9	140,7
	7,0%	52,5	55,4	58,8	63,0	68,2	74,9	83,8	96,1	114,5
	8,0%	48,0	50,4	53,3	56,7	61,0	66,3	73,2	82,5	95,7
	9,0%	43,9	46,0	48,4	51,3	54,8	59,1	64,6	71,7	81,5

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%	133,3	126,8	120,8	115,3	110,2	105,4	101,0	96,8	92,9
	4,0%	118,9	111,8	105,4	99,6	94,2	89,3	84,8	80,6	76,8
	5,0%	107,0	99,6	92,9	87,0	81,6	76,8	72,3	68,2	64,4
	6,0%	96,8	89,3	82,7	76,8	71,4	66,7	62,3	58,4	54,8
	7,0%	88,1	80,6	74,0	68,2	63,0	58,4	54,2	50,4	47,0
	8,0%	80,6	73,2	66,7	61,0	55,9	51,5	47,4	43,8	40,5
	9,0%	74,0	66,7	60,3	54,8	49,9	45,6	41,7	38,2	35,1

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-2020 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, Puławy i Polic koncentruje się w obszarze nawozowym. 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 15 października 2018 roku.

Porównując wyniki PCC Rokita ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,8 mld PLN, co odpowiada 90,5 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 87,0 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 ok. 9%- najwyższe w branży), bowiem gdyby spółka nie dzieliła się zyskiem, mogłaby w mniejszym stopniu korzystać z długu.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
BASF	10,9	10,1	9,4	7,0	6,5	5,9	10,5	9,3	8,4
COVESTRO*	6,1	7,1	7,6	3,6	4,0	4,0	4,4	5,0	5,0
EVONIK INDUSTRIES	11,0	11,3	10,6	6,1	6,0	5,8	9,2	9,0	8,7
SOLVAY	13,4	12,1	10,5	6,0	5,8	5,3	9,5	8,8	8,0
HUNTSMAN	6,9	7,0	6,5	4,8	4,7	3,8	6,1	5,8	4,6
ARKEMA	10,7	10,3	9,6	5,7	5,3	5,0	8,3	7,8	7,2
Mediana	10,9	10,1	9,4	5,7	5,3	5,0	9,2	8,5	7,6
PCC ROKITA	7,6	7,5	10,6	6,7	6,4	8,0	8,4	8,1	11,2
Premia/dyskonto do spółki	-30,5%	-26,2%	12,3%	18,2%	19,7%	61,3%	-8,1%	-3,9%	47,9%
Wycena wg wskaźnika	126,3	117,9	77,4	70,3	68,5	44,3	96,9	91,6	50,6
Waga roku	20,0%	40,0%	40,0%	20,0%	40,0%	40,0%	20,0%	40,0%	40,0%
Wycena wg wskaźników		103,4			59,2			76,3	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		79,6							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 16.10.2018 * -spółka wydzielona z Bayer.

Wycena porównawcza do spółek polskich

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
CIECH	7,6	8,2	7,8	5,4	5,2	4,9	8,5	8,5	8,1
GRUPA AZOTY	19,6	15,6	10,6	4,3	4,1	3,4	18,6	15,8	10,4
ZA PUŁAWY	14,4	14,1	11,2	4,0	3,8	3,5	11,7	10,2	8,3
ZCH POLICE	-	13,4	11,3	9,0	7,0	5,8	28,7	16,5	11,7
Mediana	14,4	13,7	10,9	4,8	4,6	4,2	15,2	13,0	9,3
PCC ROKITA	7,6	7,5	10,6	6,7	6,4	8,0	8,4	8,1	11,2
Premia/dyskonto do spółki	-47,3%	-45,6%	-3,3%	39,4%	38,2%	91,9%	-44,6%	-37,3%	19,9%
Wycena wg wskaźnika	166,7	159,8	89,9	55,8	55,9	33,2	177,1	153,9	68,4
Waga roku	20,0%	40,0%	40,0%	20,0%	40,0%	40,0%	20,0%	40,0%	40,0%
Wycena wg wskaźników		133,2			46,8			124,3	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		101,4							

Źródło: BDM S.A., wg cen z 16.10.2018.

WYNIKI 2Q'18

W 2Q'18 EBITDA wyniosła 67,6 mln PLN i była 3,8% wyższa r/r i 7,5% niższa od naszych oczekiwań. Saldo PDO wyniosło +2,3 mln PLN (efekt różnic kursowych na działalności operacyjnej), CFO 105,8 mln PLN, a CAPEX 71,2 mln PLN. W okresie 2Q'18 spółka wypłaciła rekordową w historii dywidendę na poziomie 166 mln PLN, przez co dług netto wzrósł do poziomu 636 mln PLN (2,2x EBITDA adj. LTM). Do końca roku dług netto powinien spaść w rejon 500 mln PLN.

W 2Q'18 (w maju), tak jak informowaliśmy wcześniej, miał miejsce postój remontowy instalacji elektrolizy (rok temu standardowo w 3Q'17) związany z montażem 6 i 7 elektrolizera. Inwestycja ta pozwoli zwiększyć moce produkcyjne ługu sodowego ze 168 kt do 180 kt, a po inwestycjach towarzyszących (m.in. układ solankowy, załączenie ługu) poprawi zdolności do 230 kt NaOH w perspektywie 2020/2021.

Spadek wolumenów sprzedaży w segmencie chloropochodne związany z przestojem remontowym wyniósł w 2Q'18 ponad 5% (+17% r/r w 1Q'18). W 2H'18 powinniśmy widzieć wyraźne, dwucyfrowe wzrosty wolumenów.

W strukturze segmentowej 2 kluczowe segmenty wypracowały EBITDA zbliżoną do oczekiwań (lepiej w PUR). Źródłem rozczarowania jest segment energetyka i pozostałe. Jak pisze spółka w sprawozdaniu zarządu „Główną przyczyną spadku przychodów były niższe ceny, wynikające ze zmian przepisów w zakresie cen transferowych oraz niższa sprzedaż energii” To samo dotyczy segmentu pozostałe.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'17	2Q'18	zmiana r/r	2Q'18P BDM	różnica	2Q'18P konsens	różnica
Przychody	325,3	358,8	10,3%	336,9	6,5%	329,5	8,9%
Wynik brutto na sprzedaży	91,2	95,9	5,2%	100,2	-4,3%		
EBITDA	65,1	67,6	3,8%	73,0	-7,5%		
Poliuretany	17,3	14,3	-17,2%	12,5	14,6%		
Chloropochodne	35,2	50,8	44,2%	49,2	3,1%		
Inna działalność chemiczna	2,3	1,4	-40,0%	1,8	-22,2%		
Energetyka	6,0	0,9	-85,5%	4,3	-79,7%		
Pozostałe/korekty	4,3	0,3		5,2			
EBITDA Adj.	65,1	67,6	3,8%	73,0	-7,5%		
EBIT	49,2	50,3	2,2%	56,0	-10,2%	51,0	-1,4%
Zysk brutto	43,6	45,3	4,0%	51,1	-11,4%		
Zysk netto	41,5	44,2	6,4%	46,0	-3,9%	42,5	4,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	28,0%	26,7%		29,7%		-	
Marża EBITDA Adj.	20,0%	18,8%		21,7%		-	
Marża EBIT	15,1%	14,0%		16,6%		15,5%	
Marża zysku netto	12,8%	12,3%		13,7%		12,9%	
P/E 12m		8,0					
EV/EBITDA 12m		7,8					
EV/EBITDA adj. 12m		8,1					

Źródło: BDM, spółka

PROGNOZA NA 3Q'18 I PERSPEKTYWY 2018/2019

W 2Q'18 spółka miała przyśpieszony postój remontowy (przy okazji uruchomienia dodatkowych elektrolizerów), który z reguły miał miejsce w 3Q. Tym samym okres 3Q'18 powinien być lepszy q/q i wyraźnie lepszy r/r. Liczymy na ok. 80 mln PLN EBITDA grupy, co będzie oznaczać 50/60% dynamikę wzrostu r/r.

Głównym kontrybutorem do wyników 3Q'18 powinien być oczywiście segment chloropochodnych, gdzie liczymy na blisko 60 mln PLN EBITDA (51 mln PLN w 2Q'18 i 26 mln PLN w 3Q'17). Obserwowana korekta cenowa w alkaliach (soda kaustyczna) w 2-3Q'18 jest mniejsza niż wcześniej zakładaliśmy. Benchmark IHS w 3Q'18 wyniósł 715 EUR/t vs 740 EUR/t w poprzednim kwartale i 745 EUR/t w szczytowym 1Q'18. Oznacza to korektę rzędu 4% (w poprzednich założeniach przyjmowaliśmy -10%).

Z każdym kolejnym kwartałem gorzej radzi sobie segment PUR w związku ze stabilizacją cen polioli (+1% r/r w 3Q'18) i wyraźnym wzrostem notowań propylenu (+33% r/r w 3Q'18). Zakładamy tylko 11 mln PLN EBITDA segmentu.

W 3Q'18 lepiej powinien sobie poradzić segment energetyka w związku z większą produkcją energii/pary technologicznej na potrzeby większej produkcji alkaliów. Wyniki 2Q'18 również dotknął postój remontowy.

Liczymy, że cały 2018 rok spółka zamknie wynikiem w wysokości ok. 330 mln PLN EBITDA, co będzie oznaczać ok. 28% dynamikę wzrostu r/r (4Q jest sezonowo najlepszy w roku). EBITDA w samym segmencie chloropochodnych wzrośnie o ok. 90 mln PLN r/r, co będzie wynikać gł. z wyższych cen ługu sodowego/sody kaustycznej (efekt +101 mln PLN).

W latach 2019-2020 oczekujemy dalszej korekty cenowej alkaliów (łącznie ok. 10% na sodzie kaustycznej), co da ponad 50 mln PLN negatywnego efektu na marży. Powinien on zostać zneutralizowany wolumenami sprzedaży z rozbudowanych mocy produkcyjnych elektrolizy. Efekt ten może być wyraźniej widoczny w 2019 roku, gdzie w skali grupy spółka powinna poprawić wyniki.

Rosnące koszty energii uderzą w firmę dopiero w 2020 roku (ok. 50 mln PLN negatywnego efektu). Część, ale nie całość, uda się zneutralizować wolumenem sprzedaży (+13 mln PLN). Niemniej przy słabszych cenach alkaliów i słabszym wyniku w PUR liczymy się z ponad 20% r/r spadkiem EBITDA grupy.

Perspektywy na 2018/2019 rok [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018P	2019P
Przychody	303,7	325,3	312,4	344,5	362,4	358,8	363,5	381,2	399,9	410,8	364,2	388,1	1 285,9	1 465,9	1 563,0
Zysk brutto ze sprzedaży	82,0	91,2	72,0	113,4	117,2	95,9	109,5	128,7	120,3	121,5	97,2	133,7	358,5	451,3	472,7
EBITDA adj.	54,3	65,1	51,1	88,2	85,7	67,6	80,2	98,6	86,5	90,1	69,4	104,6	258,7	332,1	350,6
EBITDA	54,3	65,1	51,1	96,0	87,7	67,6	80,2	98,6	86,5	90,1	69,4	104,6	266,6	334,1	350,6
Chloropochodne	27,6	35,2	25,7	63,6	63,7	50,8	59,0	73,1	62,4	62,6	46,2	74,0	152,1	246,6	245,3
Poliuretany	10,2	17,3	20,1	21,5	14,4	14,3	11,3	9,7	11,1	14,5	12,6	13,6	69,1	49,7	51,7
Inna dział. chemiczna	1,6	2,3	0,8	2,1	0,9	1,4	1,4	1,6	2,2	3,0	1,7	2,0	6,8	5,3	8,9
Energetyka	10,2	6,0	1,1	9,4	5,9	0,8	4,3	10,0	9,4	5,1	3,9	10,1	26,7	21,0	28,6
Pozostałe	4,7	4,3	3,4	-0,6	2,8	0,4	4,1	4,2	1,4	4,9	4,8	5,0	11,9	11,5	16,1
EBIT	40,1	49,2	33,9	77,9	70,7	50,3	62,6	81,1	67,4	71,0	50,3	85,6	201,1	264,7	274,3
Zysk brutto	37,3	43,6	27,8	75,4	66,9	45,3	58,6	77,1	63,0	66,6	45,9	81,1	184,1	247,8	256,6
Zysk netto	33,7	41,5	25,6	81,5	63,9	44,2	52,7	69,4	56,7	59,9	41,3	73,0	182,3	230,2	230,9
Marża zysku brutto	27,0%	28,0%	23,1%	32,9%	32,3%	26,7%	30,1%	33,8%	30,1%	29,6%	26,7%	34,4%	27,9%	30,8%	30,2%
Marża EBITDA	17,9%	20,0%	16,4%	25,6%	23,6%	18,8%	22,1%	25,9%	21,6%	21,9%	19,0%	27,0%	20,1%	22,7%	22,4%
Chloropochodne	17,9%	20,0%	16,4%	27,9%	24,2%	18,8%	22,1%	25,9%	21,6%	21,9%	19,0%	27,0%	20,7%	22,8%	22,4%
Poliuretany	17,4%	20,7%	16,3%	33,7%	31,9%	27,4%	24,7%	27,9%	25,8%	25,1%	20,2%	27,9%	22,5%	27,9%	24,9%
Inna dział. chemiczna	6,7%	10,3%	12,1%	12,1%	8,4%	7,8%	7,4%	5,8%	6,5%	8,1%	8,3%	8,5%	10,4%	7,4%	7,8%
Energetyka	6,4%	9,3%	3,9%	10,0%	3,5%	5,0%	6,8%	8,0%	7,7%	9,9%	7,6%	8,7%	7,4%	5,6%	8,5%
Pozostałe	35,4%	25,5%	5,8%	39,5%	20,6%	4,2%	20,2%	33,1%	31,3%	22,4%	18,7%	32,9%	28,1%	21,1%	27,3%
Marża EBIT	6,7%	13,3%	8,9%	22,6%	1,1%	9,5%	8,8%	11,6%	2,4%	8,1%	8,3%	10,9%	12,4%	7,6%	7,3%
Marża netto	13,2%	15,1%	10,9%	22,6%	19,5%	14,0%	17,2%	21,3%	16,9%	17,3%	13,8%	22,0%	15,6%	18,1%	17,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

W ostatnich miesiącach obserwujemy lekką korektę cenową na rynku chloropochodnych (-4% dla sody kaustycznej), gdzie otoczenie biznesowe wciąż jest bardzo dobre, a także stagnację na rynku PUR, co przy rosnących kosztach propylenu powoduje utratę podstawowej marży.

Największym zagrożeniem dla spółki jest wzrost cen energii. Oczekujemy, że zgodnie z polityką zakupową spółki efekt ten pojawi się w wynikach 2020 roku i wyniesie nawet 50 mln PLN.

Alkalia

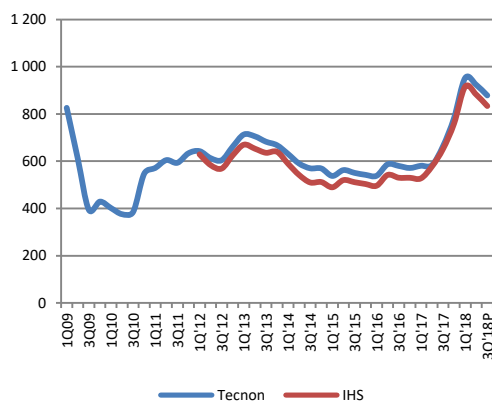
Ceny sody kaustycznej w Europie notują wzrosty od 3Q'16. W 1Q'18 zanotowały swój lokalny szczyt i w kolejnych kwartałach obserwowana jest lekka korekta (-4% soda kaustyczna IHS). W skali roku w 3Q'18 zwyżka sięga ok. 30%.

Wykorzystanie mocy produkcyjnych elektroliz w EU sięgnęło 90% na początku 2018, co związane z było ze zmianą technologii produkcji z rtęciowej na membranową. W kolejnych miesiącach część zdolności produkcyjnych (m.in. Fortischem) wróciło na rynek co poprawiło dostępność alkaliów (zapasy sody kaustycznej wróciły do średniego poziomu) i przyczyniło się do korekty cenowej.

Po rekordowych cenach w 1Q'18 (+51% r/r) i 2018 roku (+31% r/r) oczekujemy kontynuacji korekty cen sody w 4Q'18 i 2019-2020 roku (łącznie ok. 10%)

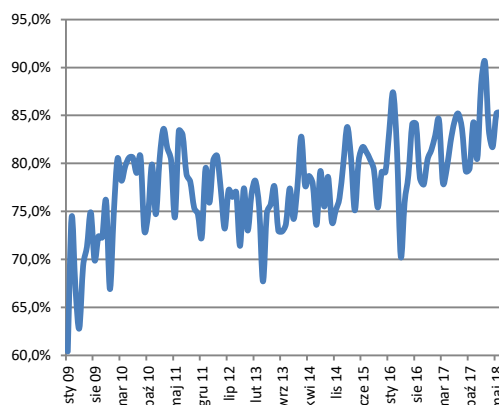
W długim terminie ceny alkaliów powinien wspierać brak nowych projektów inwestycyjnych (kapitałochłonny i kosztowny proces inwestycyjny), a także wzrost cen energii, która jest kluczowym kosztem w elektrolizie. W perspektywie po 2020 roku oczekujemy „racjonalizacji” marż w biznesie.

Ceny sody kaustycznej w Europie [USD/t]



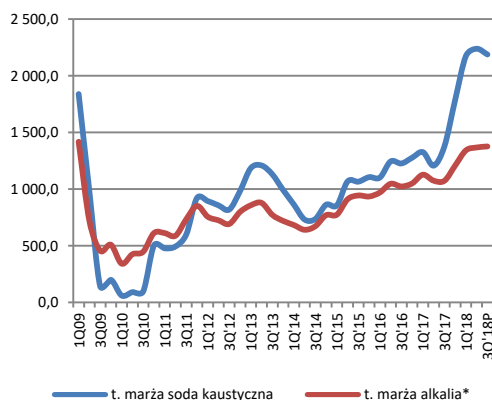
Źródło: DM BDM, Bloomberg

Wykorzystanie mocy produkcyjnych elektrolizy w EU



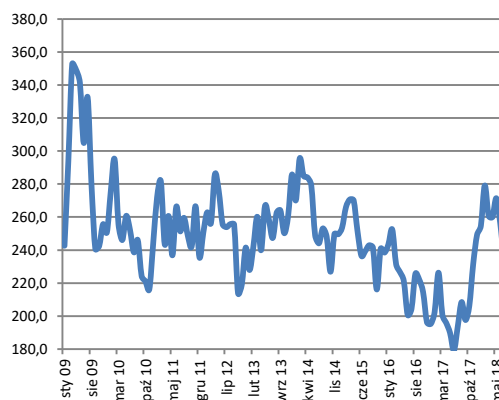
Źródło: DM BDM, Eurochlor

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



Źródło: DM BDM, Bloomberg, szacunki własne. * - z uwzględnieniem mixu produktowego (ług sodowy, soda kaustyczna, tlenek propylenu, chlorobenzen, podchloryn sodowy, kwas solny, chlor).

Zapasy sody kaustycznej w Europie [tys. ton]



Źródło: DM BDM, Eurochlor

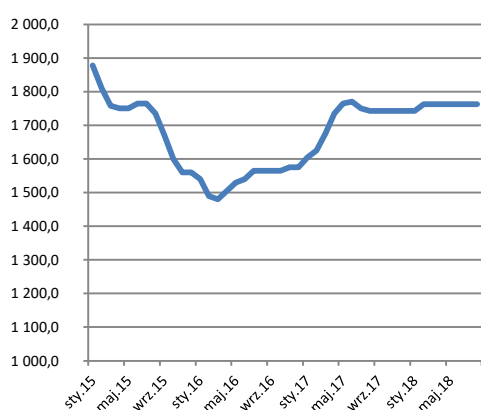
Poliole

Ceny poliole od ponad roku są stabilne, co w połączeniu ze wzrostem notowań propylenu obniża marżę na podstawowych produktach. Wskazujemy na wzrost dostępności produktu (Sadara) i wciąż ograniczona podaż TDI, kluczowego surowca w produkcji elastycznych pianek poliuretanowych.

W dłuższym terminie nie spodziewamy się powrotu do historycznie wysokiej rentowności segmentu poliuretanowego 10% (2015-2017). Wskazujemy na nowe inwestycje konkurencji w bezpośrednim sąsiedztwie Rokity po 2021 roku.

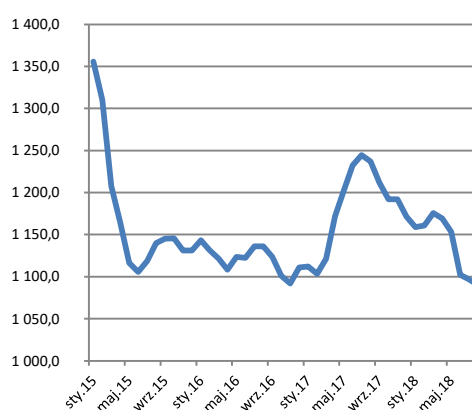
We wrześniu'18 węgierski MOL zawarł z Thyssenkrupp umowy na prace inżynierskie, zaopatrzeniowe i budowlane (EPC) na budowę instalacji produkcyjnych w ramach projektu poliolowego w Tiszaújváros na Węgrzech. Prace rozpoczną się w IV kw. br., a oddanie kompleksu do użytku planowane jest na 2H'21. Zdolność produkcyjna wyniesie 200 tys. ton (116 tys. ton w Rokicie) czyli więcej niż pierwotnie zakładano. W ramach zawartych powstaną m.in. instalację do produkcji nadtlenu wodoru i tlenu propylenu, instalację do produkcji poliole, glikolu propylenowego oraz instalacje pozazakładowe i jednostki pomocnicze.

Ceny poliole [EUR/t]- miesięczne



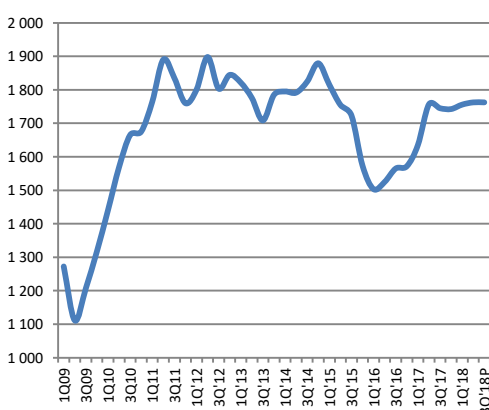
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

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



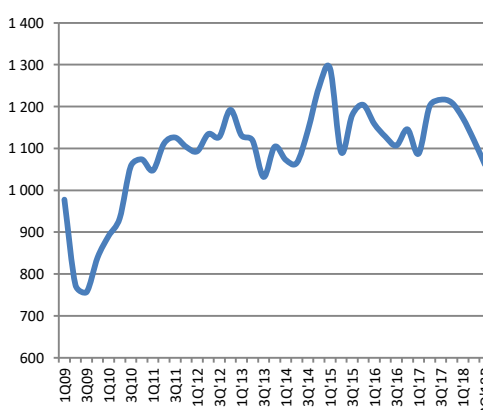
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Ceny poliole [EUR/t]- kwartalne



Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

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



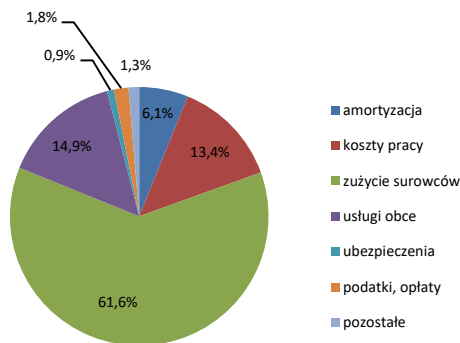
Źródło: DM BDM, Bloomberg, ICIS

Koszty energii/surowców/CO2

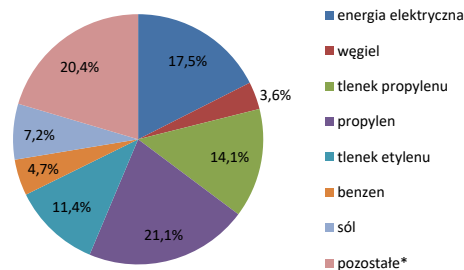
Energia elektryczna to drugi pod względem wartości surowiec do produkcji spółki. Spółka ma własną EC, ale zapewnia ona pokrycie ok. 10% zapotrzebowania spółki (źródło pary technologicznej i ciepła do miasta). Szacujemy, że w 2017 roku spółka zużyła ok. 0,56 TWh energii elektrycznej, z czego z sieci kupiła ok. 0,5 TWh. Przy wzroście cen energii o 80-90 PLN/MWh przełoży się to na ok. 50 mln PLN wzrostu kosztów (zgodnie z polityką zakupową spółki efekt ten będzie widoczny w 2020 roku).

Atutem spółki na tle branży jest to, że nie ma zgłoszonych instalacji chemicznych w systemie handlu emisjami (ETS). Nic nie wskazuje również, żeby miało się to zmienić w IV okresie rozliczeniowym po 2020 roku. W ETS obecna jest jedynie elektrociepłownia o rocznej emisji 170-180 tys. ton. Spółka otrzymuje ok. 30% darmowych uprawnień, przez co roczny deficyt praw to ok. 120 tys. ton (w GA -2,8 mln ton, w Ciech -1,1 mln ton). Dodatkowo spółka ma spory, ok. 3-letni zapas uprawnień zgromadzonych w poprzednich okresach (wyraźne zakupy w '17 po niskich cenach 5-10 EUR/t). Tym samym potencjalne koszty związane z emisją CO2 będą niewielkie (ok. 11 mln PLN rocznie bez derogacji i przy cenie 20 EUR/EUA) i pojawią się dopiero w 2021 roku.

Struktura kosztów rodzajowych 2017



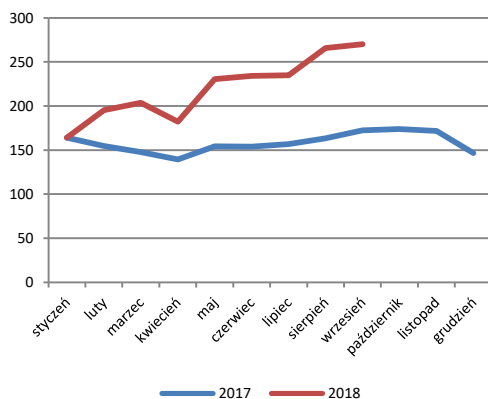
Struktura kosztów materiałów i energii 2017



Źródło: DM BDM, spółka

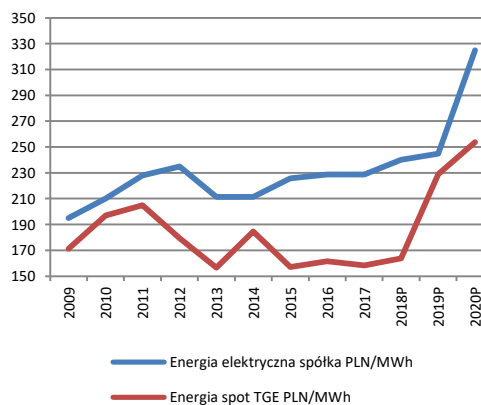
Źródło: DM BDM, szacunki własne

Średniomiesięczne ceny energii elektrycznej [PLN/MWh]



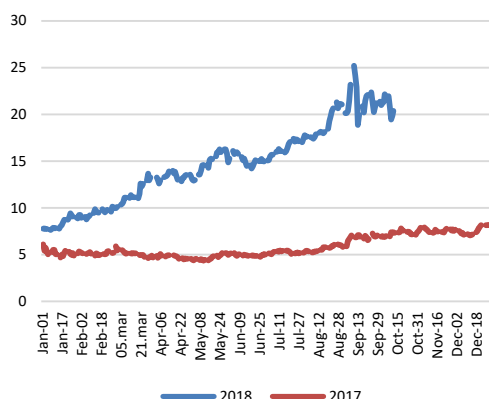
Źródło: DM BDM, szacunki własne, TGE- średniomiesięczna cena spot

Ceny energii elektrycznej 2009-2020P [PLN/MWh]



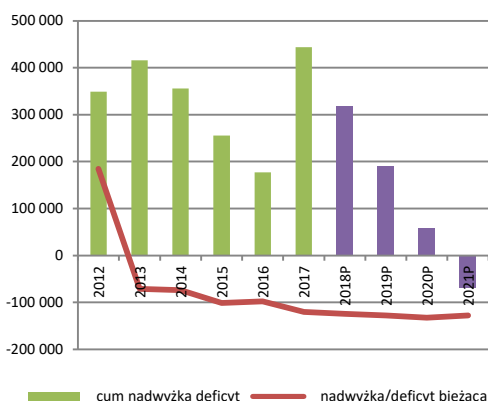
Źródło: DM BDM, szacunki własne, TGE- średniomiesięczna cena spot

Notowania kosztów emisji 2017-2018 [EUR/EUA]



Źródło: DM BDM, Bloomberg

Notowania kosztów emisji [EUR/EUA]



Źródło: DM BDM, spółka, po 2017 roku szacunki własne

Potencjalne wsparcie dla przemysłu energochłonnego

W związku z kilkukrotnym wzrostem kosztów emisji CO₂ w 2018 roku i w konsekwencji 50-60% wzrostem cen energii elektrycznej przemysł energochłonny będzie musiał zmierzyć się z wyraźnym wzrostem kosztów. Dostrzegając skalę problemów uważamy, że rząd będzie musiał znaleźć rozwiązanie dla całej branży na wzór mechanizmów stosowanych w innych państwach członkowskich. Prawo UE pozwala bowiem przeznaczyć część środków uzyskanych ze sprzedaży uprawnień do emisji na rekompensaty dla przemysłu. W Niemczech taka rekompensata sięga ok. 10 EUR/MWh. Wprowadzenie podobnego mechanizmu w Polsce pomogłoby spółce znacząco ograniczyć skalę wzrostu kosztów energetycznych/emisji, czego nie zakładamy.

Z ostatnich wypowiedzi prasowych (październik 2018) wynika, że rząd rozważa wprowadzenie systemu rekompensat dla kosztów CO₂, którego beneficjentami w 1/3 będą przedsiębiorstwa energochłonne, a w 2/3 gospodarstwa domowe. "Jesteśmy świadomi wagi problemów wynikających ze wzrostu cen energii. Planujemy wprowadzenie pakietu rozwiązań osłonowych dla obywateli i odbiorców przemysłowych, zwłaszcza w branżach energochłonnych. Mogą to być ulgi w różnych opłatach, a nawet rekompensaty z tytułu wzrostu cen emisji CO₂" - ME K. Tchórzewski 11.10.2018.

W 2018 roku Polska planuje sprzedać na EEX ok. 78 mln uprawnień co przy cenie 20 EUR/t daje ok. 6,7 mld PLN wpływów vs 2,1 mld PLN w '17. Zakładając, że 1/3 miałyby trafić do przemysłu (ok. 40% krajowego zużycia) oznacza to wsparcie rządu 30 PLN/MWh czyli ok. 12% hurtowej ceny na TGE (kontrakt 4Q'18). Trzeba jednak pamiętać, że z każdym rokiem pula uprawnień emisyjnych będzie mniejsza, szczególnie po 2020 roku.

NAKŁADY INWESTYCYJNE- AKTUALIZACJA

W latach 2009-2017 spółka wydała na inwestycje ponad 1 mld PLN, 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 2018-2019 spółka inwestuje w dalsze zwiększenie mocy produkcyjnych elektrolizy. W 2Q'18 zakończyła instalację dodatkowych 2 elektrolizerów, które po instalacjach towarzyszących i eliminujących wąskie gardła produkcyjne zwiększą zdolności produkcyjne ze 168 tys. ton ługu sodowego rocznie do 230 tys. ton. Na ten cel szacujemy, że spółka wyda ponad 100 mln PLN głównie w 2018 roku.

Szacujemy, że teoretyczne zdolności 230 tys. ton ługu sodowego spółka osiągnie w 2020 roku, a dojście do ich pełnego wykorzystania to 2022/2023 rok (kluczową kwestią jest zapewnienie zbytu chloru, który jest dla spółki ubocznym produktem procesu elektrolizy).

W latach 2009-2016 moce produkcyjne elektrolizy w przeliczeniu na ług sodowy wzrosły o 50%. Zdecydowanie obniżył się koszt produkcji (technologia membranowa vs rtęciowa poprzednio). 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 (w sprawozdaniu „na etapie decyzji”). Spodziewamy się, że przy obecnie słabych marżach i inwestycji MOL (efektywnie 2022 rok) spółka nie podejmie decyzji o rozbudowie i nie zakładamy tego w modelu.

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. ługu sodowego), a także intensyfikacji produkcji sody kaustycznej (zatężona forma ługu), o czym pierwszy raz spółka wspominała w sprawozdaniu zarządu za 2016 rok. Szacujemy, że CAPEX w 2016-2018 wyniesie ok. 520 mln PLN.

Nasze prognozy CAPEX na lata 2017-2018 nie uległy większym zmianom. Zwiększyły się nakłady na 2019 rok (obecnie 150 mln PLN vs 90 mln PLN prognozowanych w RA z 11.17), co wynika z inwestycji w chloropochodne i pozostałych (budowa laboratorium centralnego).

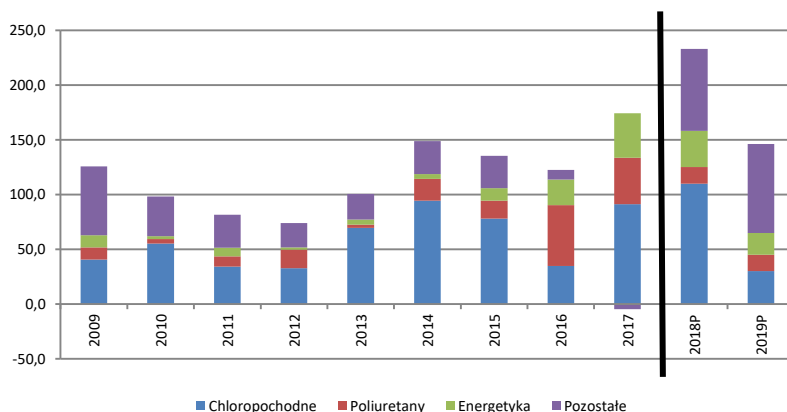
Przy okazji Dnia Inwestora we wrześniu 2018 roku spółka szacowała nakłady inwestycyjne w latach 2018-2020 na 700 mln PLN (pb.pl). W tym okresie oczekujemy i uwzględniamy w modelu ok. 450 mln PLN. Spółka sugerowała wcześniej kilka nowych, potencjalnych inwestycji m.in. w Azji, ale w RB z 5. października'18 zarząd pozytywnie ocenił alokację projektu inwestycyjnego w Malezji (z PCC Exol) do PCC SE (spółka dominująca). Komunikat odbieramy jako ostrożne podejście zarządu do wydatkowania środków w najbliższych latach.

Nakłady inwestycyjne

segment	CAPEX [mln PLN]					Realizowane/Zakończone 2017/2018	Planowane >=2018
	2015	2016	2017	2018P	1H'18		
Poliuretany	16,4	55,6	42,2	15,0	11,5	1) poliole polieterowe do półproduktów (5 tys. ton)- ZAKOŃCZONO 2) mieszalniki do systemów PUR (25 tys. ton)- ZAKOŃCZONO 3) poliole poliestrowe (13 tys. ton)- ZAKOŃCZONO 4) kupno dodatkowych 25% IRPC Polyol- ZAKOŃCZONO*	1) poliole polieterowe 6 ciąg (30 tys. ton)- na etapie decyzji * 2) PCC Synteza (lubrykanty i specjalistyczne poliole) *
Chloropochodne	77,9	34,7	91,3	110,0	53,6	1) rozbudowa elektrolizy ze 168 do 230 tys. ton NaOH (6 i 7 elektrolizer)- ZAKOŃCZONO 2) urządzenia towarzyszące elektrolizie (likwidacja wąskich gardeł) 3) stacja załadowania ługu 4) rozbudowa instalacji tlenu propylenu z 45 do 50 tys. ton	1) rozbudowa potencjału produkcyjnego sody kaustycznej *
Inna działalność chemiczna	2,6	4,8	5,2	35,0	5,8	1) instalacja pilotażowa do produkcji fosforanów i fosforynów (1Q'19)	1) instalacja do produkcji fosforanów i fosforynów
Energetyka	11,5	23,3	40,6	33,0	19,1	1) turbina przeciwna (efekty 3 mln PLN)- ZAKOŃCZONO 2) układ wyprowadzania spalin 3) elektrofiltry kotłowe 4) modernizacja mokrej IOS	1) dalsze inwestycje środowiskowe
Pozostałe	26,5	47,3	32,7	40,0	12,6	1) modernizacja oczyszczalni ścieków 2) budowa laboratorium centralnego	
RAZEM	134,9	165,7	212,0	233,0	102,7		
CAPEX z cash flow	135,2	122,5	169,4	233,0	124,12		

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

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 2016 roku spółka skoncentrowała się na inwestycjach w segmencie Poliuretany zwiększając zdolności produkcyjne. W latach 2017-2019 przy dalszej rozbudowie elektrolizy CAPEX powinien CAPEX może przekroczyć 500 mln PLN.

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

STRUKTURA ZADŁUŻENIA

Na koniec 1H'18 zadłużenie spółki wynosiło ok. 681 mln PLN (netto 636 mln PLN, 2,2x EBITDA adj.), a jego struktura jest relatywnie bezpieczna. Ok. 46% stanowią kredyty głównie z BGK (termin zapadalności 2018-2032), pożyczki NFOŚiGW i WFOŚiGW (10%, zapadalność 2017-2027) i detaliczne obligacje (44%) zapadalne w 2019-2025.

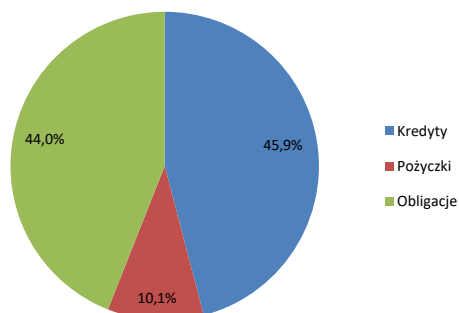
Najwięcej długu zapada w 2023 (obligacje) i 2025 roku. Są to kwoty >100 mln PLN. W 2019 roku zapada ok. 47 mln PLN obligacji detalicznych.

Zadłużenie spółki [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	2017	1H'18	Uwagi
Kredyty	95,0	143,2	152,3	149,2	154,9	312,5	
inwestycyjne	81,3	104,8	112,3	122,2	130,3	244,6	zapadalność 2018-2032
obrotowe/leasing	13,7	38,4	40,0	27,0	24,7	67,9	
Pożyczki	60,7	102,5	113,7	88,5	72,9	68,6	z NFOŚiGW i WFOŚiGW na elektrolizę, zapadalność 2017-2027
Obligacje	104,0	117,0	120,0	177,5	254,6	299,4	
AA	25,0	0,0					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	22,0	kaskada kupon 5,5%
BB		25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	rolka AA, kupon 5,5%
CA			20,0	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	25,0	rolka AC, kupon 5%
DB				20,0	20,0	20,0	nowa, kupon 5%
DC				25,0	25,0	25,0	nowa, kupon 5%
DD				13,8	13,8	13,8	nowa, kupon 5%
AE					25,0	25,0	rolka AD, kupon 5%
EB					25,0	25,0	nowa kupon 5%
EC					25,0	25,0	nowa kupon 5% (październik 2017)
ED					30,0	30,0	nowa, kupon 5% (grudzień 2017)
EE						25,0	nowa, kupon 5% (marzec 2018)
EF						20,0	nowa, kupon 5% (kwiecień 2018)
RAZEM	259,7	362,7	386,1	415,2	482,4	680,6	

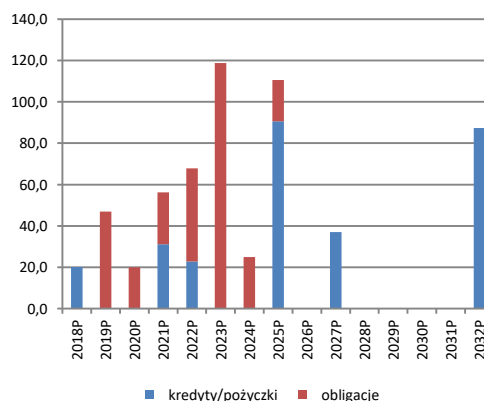
Źródło: BDM S.A. spółka.

Struktura zadłużenia spółki w 1H'18



Źródło: BDM S.A. spółka.

Zapadalność długu*



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

ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2018-2019

Skonsolidowana EBITDA w 2017 roku okazała się ok. 5% wyższa od naszych założeń, gł. z powodu lepszego wyniku w chloropochodnych (+18% vs oczek.).

Na lata 2018-2019 nasze założenia pozostały bez większych zmian. Inna jest struktura wyniku, bo w otoczeniu wysokich cen ropy naftowej (+20/30% vs oczek.) słabo powinien sobie radzić segment poliuretany (nie pomaga również niższy kurs EUR/USD). W ostatnich miesiącach obserwujemy tam stabilne ceny polioli przy wzroście notowań propyleny, co obniża marżę na podstawowych produktach. W tym przypadku zdecydowanie obniżyliśmy założenia także w długim terminie w związku m.in. z oczekiwaną nierównowagą rynkową (inwestycja MOL na Węgrzech 2022 rok).

Z drugiej strony wyraźnie podwyższyliśmy założenia w podstawowym segmencie chloropochodne. Wynika to z mniejszej skali korekty cenowej na rynku sody kaustycznej (tylko 4% vs 10% zakładanych wcześniej), a także z korzystniejszych kursów walutowych (wyższy USD/PLN). Generalnie segment chloropochodnych powinien sobie radzić lepiej w otoczeniu wysokich cen ropy naftowej. Wynika to z różnych zastosowań dwóch kluczowych produktów elektrolizy: ługu sodowego i ubocznego chloru. Chlor trafia do gł. biznesu PVC, gdzie kluczowym surowcem jest ropopochodny etylen. Z kolei ług sodowy ma bardzo szerokie zastosowanie.

Zgodnie z polityką zakupową energii elektrycznej oczekiwane wzrosty cen uderzą w biznes Rokity w 2020 roku. Szacujemy, że przy obecnie obserwowanych cenach da to negatywny efekt na marży w wysokości nawet 50 mln PLN. W kolejnych latach (2019-2020) słabsze powinny być również ceny (zakładamy normalizację marż). Część wyniku uda się spółce odrobić wolumenem. Niemniej od 2020 roku obniżyliśmy nasze założenia dla grupy. Oczekujemy średnicyklicznej EBITDA w wysokości ok. 270-280 mln PLN vs 320 mln PLN poprzednio (-15%). Zmiana ta wpłynęła na obniżenie wyceny spółki.

Zmiana głównych założeń w latach 2017-2019 [mln PLN]

	2017			2018P			2019P		
	poprzednio	faktyczne	różnica	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Przychody*	1 257,3	1 285,9	2,3%	1 327,3	1 465,9	10,4%	1 367,0	1 563,0	14,3%
Chloropochodne	366,0	365,6	-0,1%	512,2	536,2	4,7%	512,2	616,8	20,4%
Poliuretany	644,1	662,7	2,9%	639,8	672,4	5,1%	671,3	661,8	-1,4%
Inna działalność chemiczna	92,7	90,8	-2,1%	92,7	94,6	2,0%	102,0	104,1	2,0%
Kompleks Energetyczny	30,7	26,7	-13,1%	26,3	24,5	-6,9%	26,3	27,5	4,3%
Kompleks Zarządzania	134,8	156,9	16,5%	56,4	157,7	179,4%	55,2	153,9	178,8%
Pozostałe/wyłączenia	-11,0	-16,8		-0,1	-19,5		0,0	-1,0	
EBITDA	254,5	266,6	4,8%	326,7	334,1	2,3%	320,1	350,6	9,5%
Chloropochodne	128,8	152,1	18,1%	193,2	246,6	27,6%	174,1	245,3	40,9%
Poliuretany	70,9	69,1	-2,4%	85,4	49,7	-41,8%	89,3	51,7	-42,1%
Inna działalność chemiczna	6,5	6,8	4,4%	6,7	5,3	-21,0%	8,2	8,9	8,7%
Kompleks Energetyczny	29,9	26,7	-10,7%	26,8	21,0	-21,4%	29,9	28,6	-4,5%
Kompleks Zarządzania	19,7	26,3	33,4%	14,8	16,8	13,1%	16,8	16,1	-4,2%
Pozostałe/wyłączenia	-1,2	-14,4		-0,2	-5,3		1,8	0,0	
EBIT	190,2	201,1	5,8%	254,9	264,7	3,8%	243,2	274,3	12,8%
Zysk brutto	172,0	184,1	7,0%	235,6	247,8	5,2%	221,4	256,6	15,9%
Zysk netto	157,8	182,3	15,5%	212,1	230,2	8,5%	199,2	230,9	15,9%
Marża EBITDA	20,2%	20,7%		24,6%	22,8%		23,4%	22,4%	
Marża EBIT	15,1%	15,6%		19,2%	18,1%		17,8%	17,5%	
Marża netto	12,6%	14,2%		16,0%	15,7%		14,6%	14,8%	
Ropa Brent [USD/bbl]	55,0	55,2	0,3%	61,3	73,8	20,5%	58,4	76,3	30,5%
Poliol standard [EUR/t]	1 720,4	1 719,8	0,0%	1 754,0	1 770,9	1,0%	1 658,5	1 776,5	7,1%
Soda kaustyczna [USD/t]	651,7	652,8	0,2%	818,0	906,0	10,8%	736,2	850,0	15,5%
Tlenek propyleny [USD/t]	1 741,2	1 748,0	0,4%	1 750,0	1 933,3	10,5%	1 726,5	1 983,3	14,9%
Propylen [EUR/t]	839,5	845,8	0,8%	844,3	1 039,6	23,1%	776,4	1 095,0	41,0%
Tlenek etyleny [USD/t]	1 434,1	1 437,5	0,2%	1 516,4	1 763,6	16,3%	1 446,2	1 807,5	25,0%
EUR/PLN	4,26	4,26	-0,1%	4,30	4,27	-0,5%	4,33	4,40	1,5%
EUR/USD	1,13	1,13	0,1%	1,19	1,19	-0,6%	1,24	1,18	-4,4%
Teoret. marża alkalia [PLN/t]	1 125,4	1 124,3	-0,1%	1 232,9	1 375,4	11,6%	996,8	1 273,0	27,7%
Poliol-0,64propylen [EUR/t]	1 183,2	1 178,5	-0,4%	1 213,6	1 105,6	-8,9%	1 161,5	1 075,7	-7,4%
Zagregowany wolumen alkaliów [tys. ton]	258,2	258,2	0,0%	275,9	272,5	-1,2%	323,8	323,8	0,0%
Zagregowany wolumen polioli [tys. ton]	83,0	83,0	0,0%	83,5	86,5	3,6%	91,2	83,2	-8,8%

Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne. * przychody tylko na zewnątrz spółki (bez wyłączeń międzysegmentowych- gł. tlenek propyleny z chloropochodnych do poliuretanów). Poprzednie prognozy z 22.11.2017

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027

Główne założenia roczne

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Ropa Brent [USD/bbl]	45,0	55,2	75,7	82,7	78,5	74,5	71,2	69,0	67,5	66,8	66,8	66,8
zmiana r/r	-16,1%	22,5%	37,2%	9,2%	-5,0%	-5,2%	-4,4%	-3,2%	-2,1%	-1,1%	0,0%	0,0%
Ceny produktów												
Poliiole standard [EUR/t]	1 541,3	1 719,8	1 791,6	1 856,0	1 754,2	1 673,8	1 605,2	1 574,8	1 555,2	1 545,0	1 545,0	1 545,0
zmiana r/r	-10,2%	11,6%	4,2%	3,6%	-5,5%	-4,6%	-4,1%	-1,9%	-1,2%	-0,7%	0,0%	0,0%
Chlor [USD/t]	165,0	166,3	175,2	179,5	177,0	174,3	172,2	170,6	169,6	169,0	169,0	169,0
zmiana r/r	-2,7%	0,8%	5,4%	2,5%	-1,4%	-1,5%	-1,2%	-0,9%	-0,6%	-0,3%	0,0%	0,0%
Soda kaustyczna [USD/t]	569,2	652,8	906,0	850,0	810,0	819,1	826,9	832,6	836,4	838,4	838,4	838,4
zmiana r/r	3,8%	14,7%	38,8%	-6,2%	-4,7%	1,1%	0,9%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%
Ceny surowców												
Energia spot TGE [PLN/MWh]	161,4	158,2	232,5	250,0	260,0	260,0	260,0	260,0	260,0	260,0	260,0	260,0
zmiana r/r	2,8%	-2,0%	47,0%	7,5%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Energia elektryczna [PLN/MWh]	228,6	228,6	240,1	244,9	324,9	324,9	324,9	324,9	324,9	324,9	324,9	324,9
zmiana r/r	1,3%	0,0%	5,0%	2,0%	32,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel [PLN/t]	246,3	246,3	295,6	301,5	307,5	313,7	319,9	326,3	332,9	339,5	346,3	353,2
zmiana r/r	0,0%	0,0%	20,0%	2,0%	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]	1 494,0	1 748,0	1 963,0	2 059,1	2 025,0	1 959,0	1 917,4	1 881,4	1 866,8	1 861,6	1 867,7	1 867,7
zmiana r/r	-6,6%	17,0%	12,3%	4,9%	-1,7%	-3,3%	-2,1%	-1,9%	-0,8%	-0,3%	0,3%	0,0%
Propylen [EUR/t]	635,0	845,8	1 060,9	1 174,6	1 066,2	983,8	915,9	886,8	868,2	858,6	858,6	858,6
zmiana r/r	-22,6%	33,2%	25,4%	10,7%	-9,2%	-7,7%	-6,9%	-3,2%	-2,1%	-1,1%	0,0%	0,0%
Tlenek etylenu [USD/t]	1 299,7	1 437,5	1 797,9	1 944,8	1 847,8	1 752,1	1 675,7	1 622,4	1 588,4	1 570,8	1 570,8	1 570,8
zmiana r/r	-4,3%	10,6%	25,1%	8,2%	-5,0%	-5,2%	-4,4%	-3,2%	-2,1%	-1,1%	0,0%	0,0%
Kursy walut												
EUR/PLN	4,36	4,26	4,27	4,39	4,43	4,43	4,43	4,43	4,43	4,43	4,43	4,43
USD/PLN	3,94	3,78	3,61	3,72	3,58	3,49	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40
EUR/USD	1,11	1,13	1,18	1,18	1,24	1,27	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Produkcja												
Ług sodowy [tys. ton]	150,4	163,0	172,8	200,0	207,0	218,5	230,0	230,0	230,0	230,0	230,0	230,0
wykorzystanie mocy	94,0%	97,0%	96,0%	100,0%	90,0%	95,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Poliiole standard [tys. ton]	106,9	113,4	119,9	119,9	119,9	119,9	119,9	119,9	119,9	119,9	119,9	119,9
wykorzystanie mocy	100,0%	94,6%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Tlenek propylenu [tys. ton]	45,0	47,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
wykorzystanie mocy	100,0%	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]	1 028,0	1 124,3	1 382,2	1 278,3	963,0	899,4	844,8	848,6	854,4	858,4	860,8	860,8
zmiana r/r	14,7%	9,4%	22,9%	-7,5%	-24,7%	-6,6%	-6,1%	0,4%	0,7%	0,5%	0,3%	0,0%
Poliol-0,64*propylen [EUR/t]	1 079,2	1 203,8	1 067,1	1 118,9	1 147,3	1 201,4	1 214,8	1 203,6	1 173,3	1 151,1	1 135,1	1 135,1
zmiana r/r	-23,8%	11,5%	-11,4%	4,9%	2,5%	4,7%	1,1%	-0,9%	-2,5%	-1,9%	-1,4%	0,0%

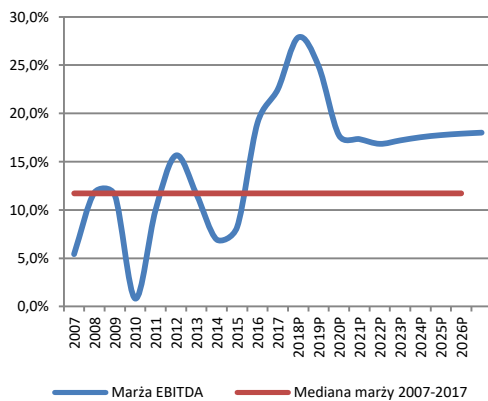
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, szacunki własne.

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 107,2	1 285,9	1 465,9	1 563,0	1 515,1	1 513,9	1 507,2	1 503,4	1 502,6	1 503,7	1 506,3	1 509,0
Chloropochodne	300,3	365,6	536,2	616,8	587,0	600,3	612,4	613,6	614,3	614,6	614,6	614,6
Poliuretany	579,1	662,7	672,4	661,8	630,6	603,9	581,8	573,9	569,7	567,9	567,9	567,9
Inna działalność chemiczna	88,2	90,8	94,6	104,1	114,5	125,9	128,4	131,0	133,6	136,3	139,0	141,8
Kompleks Energetyczny	31,7	26,7	24,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5
Kompleks Zarządzania	163,0	156,9	157,7	153,9	155,6	156,3	157,1	157,4	157,4	157,4	157,3	157,2
Pozostałe/wyłączenia	-55,0	-16,8	-19,5	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	292,7	266,6	334,1	350,6	277,8	274,2	266,0	268,6	269,6	270,4	271,0	271,7
Chloropochodne	107,5	152,1	246,6	245,3	165,6	161,1	156,3	159,1	162,1	164,1	165,6	166,6
Poliuretany	56,5	69,1	49,7	51,7	40,9	39,8	36,0	35,5	33,2	31,7	30,6	30,1
Inna działalność chemiczna	5,8	6,8	5,3	8,9	10,5	12,4	12,6	12,9	13,1	13,4	13,7	14,0
Kompleks Energetyczny	34,3	26,7	21,0	28,6	43,6	42,8	42,0	41,2	40,4	39,5	38,7	37,8
Kompleks Zarządzania	98,9	26,3	16,8	16,1	17,1	18,0	19,0	19,9	20,8	21,6	22,5	23,3
Pozostałe/wyłączenia	-10,2	-14,4	-5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	234,3	201,1	264,7	274,3	199,5	196,0	187,9	190,6	191,7	192,6	193,2	194,1
Zysk brutto	222,5	184,1	247,8	256,6	181,8	178,3	170,2	172,9	174,0	174,9	175,5	176,3
Zysk netto	202,7	182,3	230,2	230,9	163,6	160,5	153,2	155,6	156,6	157,4	158,0	158,7
Marża EBITDA	26,4%	20,7%	22,8%	22,4%	18,3%	18,1%	17,6%	17,9%	17,9%	18,0%	18,0%	18,0%
Chloropochodne	19,0%	22,5%	27,9%	24,9%	17,7%	17,3%	16,9%	17,2%	17,5%	17,8%	17,9%	18,0%
Poliuretany	9,8%	10,4%	7,4%	7,8%	6,5%	6,6%	6,2%	6,2%	5,8%	5,6%	5,4%	5,3%
Inna działalność chemiczna	6,6%	7,4%	5,6%	8,5%	9,2%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Kompleks Energetyczny	35,3%	28,1%	21,1%	27,3%	33,1%	32,5%	31,9%	31,3%	30,7%	30,0%	29,4%	28,7%
Kompleks Zarządzania	46,9%	12,4%	7,6%	7,3%	7,7%	8,2%	8,6%	9,0%	9,4%	9,8%	10,2%	10,5%
Marża EBIT	21,2%	15,6%	18,1%	17,5%	13,2%	12,9%	12,5%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,9%
Marża brutto	20,1%	14,3%	16,9%	16,4%	12,0%	11,8%	11,3%	11,5%	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%
Marża netto	18,3%	14,2%	15,7%	14,8%	10,8%	10,6%	10,2%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%

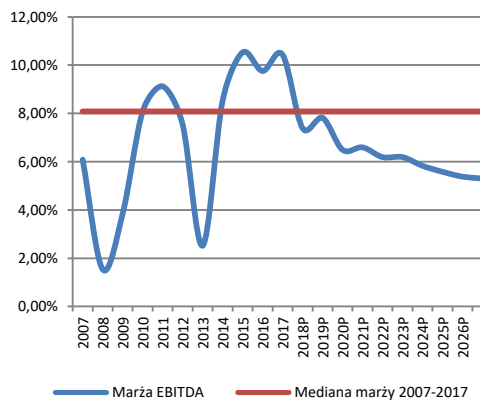
Źródło: BDM S.A. spółka, szacunki własne. Marża EBITDA w segmentach faktyczna, bez włączeń międzysegmentowych.

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]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1 085,3	1 226,9	1 345,1	1 414,8	1 413,4	1 412,1	1 410,8	1 409,4	1 408,2	1 407,1	1 406,3	1 405,7
Wartości niematerialne i prawne	25,2	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9
Rzeczowe aktywa trwałe	1 044,9	1 177,2	1 295,3	1 365,0	1 363,6	1 362,4	1 361,0	1 359,6	1 358,4	1 357,4	1 356,6	1 356,0
Aktywa obrotowe	356,6	349,7	388,3	397,6	391,2	389,2	382,4	385,7	387,8	389,7	391,4	393,2
Zapasy	65,2	97,2	109,9	117,2	113,6	113,5	113,0	112,8	112,7	112,8	113,0	113,2
Należności krótkoterminowe	128,7	156,9	182,9	193,7	188,4	188,2	187,5	187,0	187,0	187,1	187,4	187,7
Inwestycje krótkoterminowe	162,6	95,7	95,5	86,7	89,2	87,4	81,8	85,9	88,1	89,9	91,1	92,3
-środki pieniężne i ekwiwalenty	101,4	64,4	64,3	55,5	58,0	56,2	50,6	54,7	56,9	58,7	59,9	61,1
Aktywa razem	1 441,9	1 576,7	1 733,4	1 812,4	1 804,6	1 801,3	1 793,1	1 795,0	1 795,9	1 796,9	1 797,8	1 798,9
Kapitał (fundusz) własny	715,3	746,6	811,8	877,8	876,4	873,3	866,0	868,4	869,4	870,2	870,8	871,5
Kapitał (fundusz) podstawowy	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	708,6	740,8	806,0	872,0	870,6	867,5	860,2	862,6	863,6	864,4	864,9	865,7
Zysk (strata) netto okresu	202,7	182,3	230,2	230,9	163,6	160,5	153,2	155,6	156,6	157,4	158,0	158,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	726,5	830,0	921,5	934,6	928,2	928,0	927,1	926,6	926,5	926,6	927,0	927,3
Rezerwy na zobowiązania	50,6	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3
Zobowiązania długoterminowe	335,3	407,3	487,3	487,3	487,3	487,3	487,3	487,3	487,3	487,3	487,3	487,3
-oprocentowane	334,7	401,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5
Zobowiązania krótkoterminowe	305,6	343,6	355,1	368,2	361,8	361,6	360,7	360,2	360,1	360,2	360,6	360,9
-oprocentowane	80,5	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9
Pasywa razem	1 441,9	1 576,7	1 733,4	1 812,4	1 804,6	1 801,3	1 793,1	1 795,0	1 795,9	1 796,9	1 797,8	1 798,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	1 107,2	1 285,9	1 465,9	1 563,0	1 515,1	1 513,9	1 507,2	1 503,4	1 502,6	1 503,7	1 506,3	1 509,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	796,2	927,4	1 014,6	1 090,4	1 117,7	1 107,5	1 108,1	1 100,1	1 096,3	1 094,4	1 094,2	1 093,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	311,0	358,5	451,3	472,7	397,4	406,4	399,1	403,3	406,3	409,2	412,1	415,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	146,2	167,4	191,6	198,3	197,9	199,0	199,8	201,3	203,2	205,3	207,5	209,8
Zysk (strata) na sprzedaży	164,8	191,1	259,6	274,3	199,5	207,4	199,2	202,0	203,1	204,0	204,6	205,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	69,5	10,1	5,0	0,0	0,0	-11,3	-11,3	-11,3	-11,3	-11,3	-11,3	-11,3
EBITDA	292,7	266,6	334,1	350,6	277,8	274,2	266,0	268,6	269,6	270,4	271,0	271,7
EBIT	234,3	201,1	264,7	274,3	199,5	196,0	187,9	190,6	191,7	192,6	193,2	194,1
Saldo działalności finansowej	-11,8	-14,7	-15,5	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7
Zysk (strata) brutto	222,5	184,1	247,8	256,6	181,8	178,3	170,2	172,9	174,0	174,9	175,5	176,3
Zysk (strata) netto	202,7	182,3	230,2	230,9	163,6	160,5	153,2	155,6	156,6	157,4	158,0	158,7
CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	262,9	204,1	334,7	319,9	262,1	256,4	249,3	251,5	252,2	252,9	253,3	254,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-167,1	-142,0	-234,3	-147,0	-77,9	-77,9	-77,7	-77,6	-77,7	-77,8	-77,9	-78,1
Przepływy z działalności finansowej	-77,5	-99,1	-100,5	-181,7	-181,7	-180,3	-177,2	-169,9	-172,3	-173,3	-174,1	-174,7
Przepływy pieniężne netto	18,3	-36,9	-0,2	-8,8	2,5	-1,8	-5,6	4,0	2,2	1,8	1,2	1,2
Środki pieniężne na początek okresu	83,1	101,4	64,4	64,3	55,5	58,0	56,2	50,6	54,7	56,9	58,7	59,9
Środki pieniężne na koniec okresu	101,4	64,4	64,3	55,5	58,0	56,2	50,6	54,7	56,9	58,7	59,9	61,1

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	16,1%	14,0%	6,6%	-3,1%	-0,1%	-0,4%	-0,3%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	-8,9%	25,3%	4,9%	-20,8%	-1,3%	-3,0%	1,0%	0,4%	0,3%	0,2%	0,3%
EBIT zmiana r/r	-14,2%	31,6%	3,6%	-27,3%	-1,7%	-4,1%	1,4%	0,6%	0,5%	0,3%	0,4%
Zysk netto zmiana r/r	-10,0%	26,2%	0,3%	-29,2%	-1,9%	-4,5%	1,6%	0,6%	0,5%	0,3%	0,5%
Marża brutto na sprzedaży	27,9%	30,8%	30,2%	26,2%	26,8%	26,5%	26,8%	27,0%	27,2%	27,4%	27,5%
Marża EBITDA	20,7%	22,8%	22,4%	18,3%	18,1%	17,6%	17,9%	17,9%	18,0%	18,0%	18,0%
Marża EBIT	15,6%	18,1%	17,5%	13,2%	12,9%	12,5%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,9%
Marża brutto	14,3%	16,9%	16,4%	12,0%	11,8%	11,3%	11,5%	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%
Marża netto	14,2%	15,7%	14,8%	10,8%	10,6%	10,2%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%
COGS / przychody	72,1%	69,2%	69,8%	73,8%	73,2%	73,5%	73,2%	73,0%	72,8%	72,6%	72,5%
SG&A / przychody	13,0%	13,1%	12,7%	13,1%	13,1%	13,3%	13,4%	13,5%	13,7%	13,8%	13,9%
SG&A / COGS	18,1%	18,9%	18,2%	17,7%	18,0%	18,0%	18,3%	18,5%	18,8%	19,0%	19,2%
ROE	24,4%	28,4%	26,3%	18,7%	18,4%	17,7%	17,9%	18,0%	18,1%	18,1%	18,2%
ROA	11,6%	13,3%	12,7%	9,1%	8,9%	8,5%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%
Dług	482,4	562,4	562,4	562,4	562,4	562,4	562,4	562,4	562,4	562,4	562,4
D / (D+E)	39,2%	40,9%	39,0%	39,1%	39,2%	39,4%	39,3%	39,3%	39,3%	39,2%	39,2%
D / E	64,6%	69,3%	64,1%	64,2%	64,4%	64,9%	64,8%	64,7%	64,6%	64,6%	64,5%
Dług / kapitał własny	64,6%	69,3%	64,1%	64,2%	64,4%	64,9%	64,8%	64,7%	64,6%	64,6%	64,5%
Dług netto	417,9	498,1	506,9	504,4	506,2	511,7	507,7	505,5	503,7	502,5	501,3
Dług netto / kapitał własny	56,0%	61,4%	57,7%	57,5%	58,0%	59,1%	58,5%	58,1%	57,9%	57,7%	57,5%
Dług netto / EBITDA	1,6	1,5	1,4	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8
Dług netto / EBIT	2,1	1,9	1,8	2,5	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
EV	2 125,3	2 205,5	2 214,2	2 211,8	2 213,6	2 219,1	2 215,1	2 212,9	2 211,1	2 209,9	2 208,7
Dług / EV	22,7%	25,5%	25,4%	25,4%	25,4%	25,3%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,5%
CAPEX / Przychody	13,2%	15,9%	9,3%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
CAPEX / Amortyzacja	258,9%	335,7%	191,4%	98,2%	98,4%	98,2%	98,2%	98,4%	98,7%	99,0%	99,2%
Amortyzacja / Przychody	5,1%	4,7%	4,9%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%
Zmiana KO / Przychody	2,5%	2,0%	0,4%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	17,7%	16,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
P/E*	9,5	7,5	7,5	10,6	10,8	11,3	11,1	11,0	11,0	10,9	10,9
P/BV*	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
P/CE*	7,0	5,8	5,6	7,1	7,2	7,5	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3
EV/EBITDA*	8,0	6,7	6,4	8,0	8,1	8,4	8,3	8,3	8,3	8,2	8,2
EV/EBIT*	10,7	8,4	8,1	11,2	11,4	11,9	11,7	11,6	11,6	11,5	11,5
EV/S*	1,7	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
BVPS	37,6	40,9	44,2	44,1	44,0	43,6	43,7	43,8	43,8	43,9	43,9
EPS	9,2	11,6	11,6	8,2	8,1	7,7	7,8	7,9	7,9	8,0	8,0
CEPS	12,5	15,1	15,5	12,2	12,0	11,6	11,8	11,8	11,8	11,9	11,9
FCFPS	2,3	2,3	8,6	9,3	9,0	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8
DPS w okresie	7,6	8,3	8,3	8,3	8,2	8,1	7,7	7,8	7,9	7,9	8,0
Payout ratio	76,2%	90,5%	71,7%	71,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 87,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado
Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
strategia, 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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz
Dyrektor Wydziału
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
Trzymaj	88,4	Kupuj	102,7*	16.10.2018	14:25 CEST	87,0	56 687,9
Kupuj	111,0	Akumuluj	99,7	22.11.2017	14:56 CEST	88,0	64 012,4
Akumuluj	99,7	Kupuj	70,4*	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	45,4*	24.10.2016	12:15 CEST	69,0	48 253,0
Akumuluj	49,9	Akumuluj	41,6*	03.12.2015	-	44,0	47 101,7
Akumuluj	45,1	-	-	22.05.2015	-	40,8	56 689,0

*- po korektach o wypłacone DIV: 8,31 PLN w '18, 7,56 PLN w '17, 4,48 PLN w '16 i 3,49 PLN w '15.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	50%	1	50%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	50%	1	50%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

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 został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i 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 wahanom 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 16.10.2018 roku (14:25 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.10.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 12 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 pełnomocniki. 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.

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 16.10.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog 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. 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.