



**Piotr Miliński**

Analitik, DI

piotr.milinski@nwai.pl

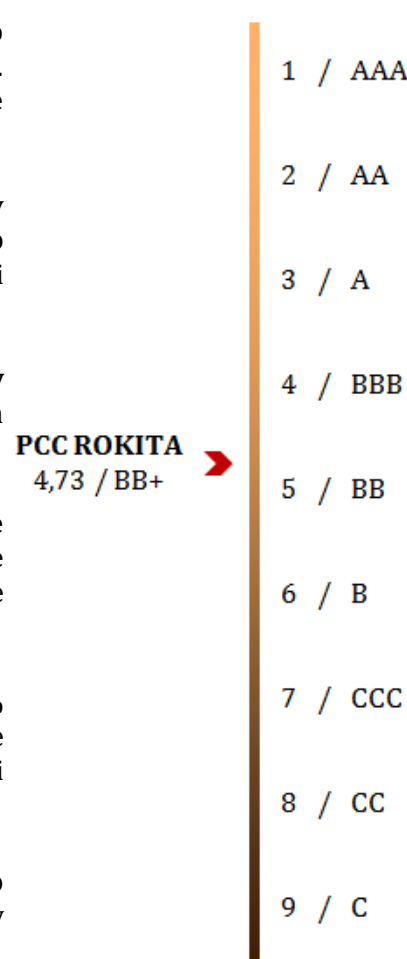
tel: 22 201 97 63

Chemiczna spółka z grupy PCC z powodzeniem uplasowała dwie publiczne transze długu o wartości 25mln oraz 20mln złotych. Przyjęty w marcu program emisji obligacji daje jeszcze miejsce do pozyskania finansowania o wartości 155 milionów złotych. Biorąc pod uwagę ilość projektów inwestycyjnych planowanych przez spółkę, jej politykę dywidendową, jak również skalę rat kapitałowych zaciągniętych kredytów, spodziewamy się plasowania kolejnych emisji – zwłaszcza, że popyt w poprzednich ofertach wyniósł w sumie ok. 150mln złotych.

### W skrócie:

- Rokita zanotowała **bardzo silny Q1 2016** dzięki wysokiemu popytowi w segmencie polioli, zwłaszcza w segmencie meblarskim. Ceny surowców spadły mocniej od cen wyrobów gotowych, co pozytywnie wpłynęło na marże spółki. Po planowym przestoju w Q1 2015, segment chloru i alkaliów ponownie przynosi ok. 30% przychodów. Dzięki wdrożeniu technologii membranowej, istotnej poprawie uległa też rentowność segmentu chloru.
- Wskaźnik **DN / EBITDA** dla Rokity jest na bezpiecznym poziomie **1,78**, przy medianie grupy porównawczej na poziomie 1,11. Księgowy **D/E** wynosi **63%**, co jest wartością typową dla sektora. Po korekcie o wypłatę dywidendy (Q2 2016) i emisje obligacji serii DA/DB, wskaźniki ulegną pogorszeniu do 2,28 oraz 82%.
- Plan inwestycyjny na najbliższe trzy lata zakłada **capex** na poziomie **400 milionów złotych**. W obliczu zwiększonego popytu, Zarząd koncentruje się przede wszystkim na inwestycjach zwiększających moce i portfel produktowy segmentu polioli.
- Przy utrzymaniu polityki dywidendowej, na spłatę zadłużenia i nowe inwestycje pozostawałoby ok. 80-90mln złotych rocznie. Przy rocznych nakładach na poziomie 130 milionów, konieczne będą **dalsze emisje** w ramach programu. Nie wykluczamy też obciążenia współczynnika wypłaty dywidendy (z obecnych 100%).
- Rokita wykazuje wysoką efektywność operacyjną – **rentowność EBITDA to 16,9%** (vs 16,5% w branży), natomiast **ROA operacyjne** wynosi **10,1%** (vs 8,9%). Marże spółki należą do najbardziej stabilnych w sektorze chemicznym, częściowo dzięki ujemnej korelacji popytu na chlor oraz NaOH.
- W 2016 dobiegają końca okresy karencji w kredytach od BOŚ i WFOŚIGW, co **zwiększy raty kapitałowe** w ujęciu rocznym o **8,7 mln** złotych. Łącznie, w bieżącym roku spłacone zostaną raty kapitałowe o wartości 40,7 mln złotych.
- Jako dodatkowe ryzyko wskazujemy poręczenia udzielone siostrzanym spółkom (Exol i MCAA) na łączną kwotę 110 mln, mimo że z perspektywy grupy mają one sens ekonomiczny. Ponadto, członkowie Zarządu Rokity pełnią funkcje w organach innych spółek PCC, co mogłoby prowadzić do konfliktu interesów.
- Zaznaczamy, że ocena końcowa została przyznana w oparciu o wskaźniki po pierwszym kwartale 2016, a ryzyko płynące z wysokich płatności dywidendowych zostało odzwierciedlone tylko poprzez kryterium „Ryzyko korporacyjne”. Dodatkowa korekta o nową emisję długu oraz wypłatę dywidendy (zdarzenia z Q2 2016) spowodowałyby zmniejszenie oceny do 4,85 / BB .

### Ocena wiarygodności kredytowej



### Omawiane emisje

PCR0517 (Seria AD)  
 PCR0419 (Seria BA)  
 PCR1019 (Seria BB)  
 PCR0620 (Seria CA)  
 PCR0421 (Seria DA)  
 PCR0522 (Seria DB)

## PROFIL BIZNESU

### Trzy filary działalności z ambitnym programem rozwojowym

PCC Rokita jest właścicielem zakładów przemysłu chemicznego, zlokalizowanych na terenie SSE w Brzegu Dolnym. Działalność spółki koncentruje się na wokół trzech segmentów operacyjnych, z których największym jest **Kompleks Polioli**, odpowiadający za 49% przychodów. Rokita specjalizuje się w wytwarzaniu polieterów, będących bazowym surowcem do produkcji pianek poliuretanowych. Są one wykorzystywane m. in. w przemyśle motoryzacyjnym, meblarskim oraz budowlanym. W 2015 roku sprzedaż polioli wyniosła 82 tysiące ton, przy mocach produkcyjnych niespełna 110 kiloton/rok. Daje to spółce ok. 4% udział w silnie skonsolidowanym rynku EMEA.

Strategicznym celem Rokity jest koncentracja na wysokomarżowych, specjalistycznych polioliach. Produkcja standardowej, masowej odmiany stanowi obecnie 20-30% całości i ma być sukcesywnie ograniczana. Dzięki temu możliwe staje się uniknięcie bezpośredniej konkurencji cenowej z gigantami branżowymi, takimi jak Dow Chemical, BASF, Shell czy Bayer. Strategia koncentracji przynosi efekty: w kategorii produktów dedykowanych dla przemysłu meblarskiego i samochodowego, Rokita dysponuje 8% udziałem w rynku. Dla samego przemysłu meblarskiego wartość ta rośnie do 15%. Program inwestycyjny spółki zakłada kolejne inwestycje w tym segmencie, zarówno w zakresie pozyskania surowców, jak i wytwarzania nowych gatunków polioli.

Drugim filarem Rokity jest produkcja **chloru i alkaliów (CiA)**, w szczególności ługu sodowego (NaOH). W 2015, w kategorii tej sprzedano 215 tys. ton wyrobów (-8,6% r/r). Spadek był spowodowany przełączaniem produkcji na nowoczesną metodę membranową. Zmiana pozwoli na oszczędność energii (do 20mln PLN w 2016) oraz przyczyni się do zwiększenia potencjału produkcyjnego. Począwszy od 2016, Rokita będzie w stanie wytworzyć około 140 kiloton chloru i 160 kiloton ługu sodowego. Ze względu na energochłonność procesu produkcyjnego, Spółka zdecydowała się na inwestycję we własną elektrociepłownię. Zaspokaja ona kilkanaście procent zapotrzebowania na energię elektryczną.

Uzupełnienie oferty Rokity stanowią produkty **fosforo- i naftalenopochodne (FiN)**, stanowiące niespełna 7% przychodów. Spółka realizuje tu najwyższe marże, jednak wartość sprzedaży za zeszły rok wyniosła zaledwie 90 mln złotych. Do 2017 Rokita planuje ukończyć nową instalację, poszerzającą portfolio produktowe i zwiększającą potencjał produkcyjny o 3 tys. ton. Dla porównania, w ubiegłym roku sprzedano niespełna 24 kilotony produktów FiN.

### Rynki zbytu

Wartości sprzedaży krajowej i eksportowej realizowanej przez PCC Rokita są zbliżone. W Q1 2016, na rynek krajowy trafiły produkty o wartości 129 mln złotych (46%), natomiast zagranicę – 152 mln. Działalność Rokity skupiała się dotychczas na rynkach Unii Europejskiej, ze szczególnym uwzględnieniem Niemiec. Spółka zwiększyła w ostatnim czasie obecność na szybko rosnących rynkach azjatyckich, licząc na popyt ze strony segmentu meblarskiego.

Rokita eksportuje przede wszystkim poliiole, sodę kaustyczną (CiA), uniepalniacze (FiN) oraz ług sodowy (CiA). Chlor w około 80% jest zużywany we własnych instalacjach, m. in. do produkcji tlenu propylenu (poliiole) i kwasu solnego. Nadwyżki (ok. 30 kiloton) lokowano dotychczas na rynku krajowym, a w przyszłości będą one sprzedawane do siostrzanej spółki PCC MCAA. W produkcji wewnętrznej Rokity wykorzystywany jest również ług sodowy, ale większa część tego surowca trafia do zewnętrznych odbiorców z branży chemicznej i papierniczej. Ok. 30% produkcji NaOH jest eksportowane na rynek czeski i niemiecki. Transport na większe odległości jest ekonomicznie nieoptymalny.

### Cykl produkcyjny PCC Rokita

#### SUROWCE (SPOZA ROKITY)

PROPYLEN  
TLENEK ETYLENU  
SÓL KAMIENNA / WARZONA  
BENZEN  
WAPNO PALONE  
KWAS SIARKOWY  
FOSFOR / NAFTALEN

#### PÓŁPRODUKTY (% POZYSKIWANY WEWNĘTRZNIE)

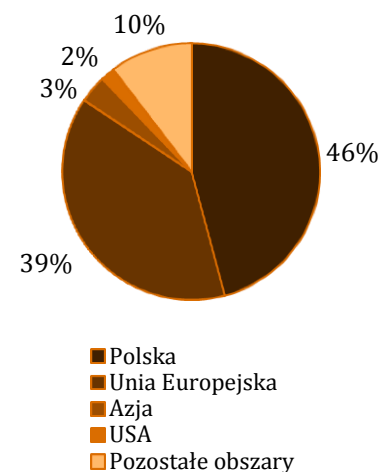
CHLOR (100%)  
ŁUG SODOWY (100%)  
TLENEK ETYLENU (80%)  
ENERGIA (10+%)  
WODÓR  
CHLOROBENZEN

#### PRODUKTY GOTOWE

POLIOLE  
CHLOR CIEKŁY  
SODA KAUSTYCZNA  
KWAS SOLNY  
ŁUG SODOWY  
UNIEPALNIACZE  
PLASTYFIKATORY

Źródło: opracowanie własne w oparciu o dane spółki

### Źródła przychodów (Q1 2016)



Źródło: spółka

## WIARYGODNOŚĆ KREDYTOWA

### Podsumowanie zadłużenia

Nie licząc zobowiązań zależnego Autochemu, PCC Rokita obsługuje obecnie sześć serii obligacji korporacyjnych o łącznej wartości 137 milionów złotych. Każda z nich jest notowana na Catalyst, bądź zostanie na ten rynek wprowadzona w najbliższym czasie. Jak dotychczas, spółka nie miała żadnych problemów z regulowaniem zobowiązań wynikających z publicznie notowanych papierów.

Obligacje	Nominał [tys. PLN]	Zapadalność	Kupon	Z-Spread
Seria AD	25.000	2017-05-28	6,8%	2,01%
Seria BA	22.000	2019-04-17	5,5%	2,74%
Seria BB	25.000	2019-10-15	5,5%	2,80%
Seria CA	20.000	2020-06-25	5,0%	2,91%
Autochem	3.000	2017-02-05	6,8%	4,36%
Seria DA	25.000	2021-04-27	5,0%	3,08%
Seria DB	20.000	2022-05-11	5,0%	2,98%
Suma	140.000			

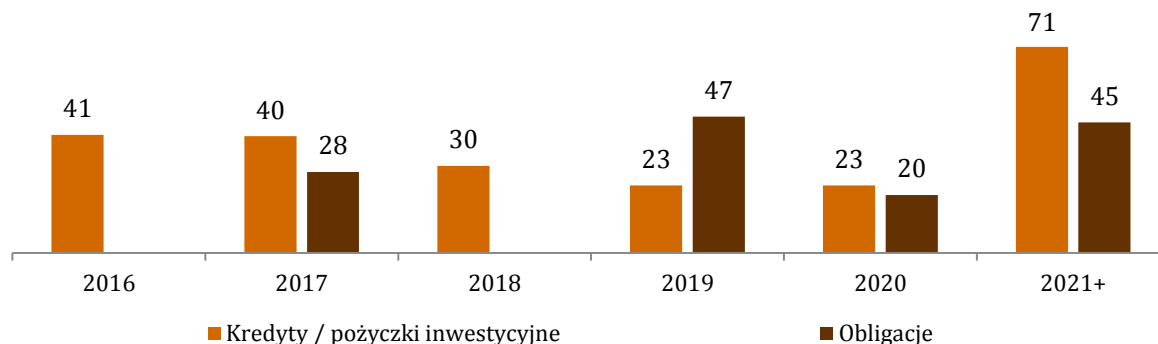
Źródło: DM NWA I / GPW Catalyst na 1 maja 2016

Dodatkowo, spółka posiada zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek w wysokości niespełna 240 milionów złotych. Gros stanowi finansowanie otrzymane z BGK, Banku Ochrony Środowiska oraz Narodowych i Wojewódzkich Funduszy Ochrony Środowiska. Kredyty zostały wykorzystane do wdrożenia technologii membranowej (207mln), budowy własnej elektrociepłowni (74mln) oraz zwiększenia mocy produkcyjnych.

Ze względu na ekologiczny charakter inwestycji, Rokita mogła liczyć na preferencyjne warunki finansowania. Oprocentowanie pożyczek z FOŚiGW-ów wynosi odpowiednio 3% oraz WIBOR + 0,5%. Duża część udzielonych kredytów miała wbudowaną karencję w spłacie, która w niemal wszystkich przypadkach dobiegła końca. Począwszy od 2016, uiszczane przez Rokitę raty kapitałowe wzrosną o 8,7 mln złotych w skali roku. Łącznie w bieżącym roku konieczna będzie spłata 41 mln kapitału, co może stanowić bodziec do kolejnych emisji korporacyjnych.

Na pozostałą część zadłużenia składa się przede wszystkim leasing finansowy o nominale 24 milionów złotych. Grupa użytkuje w tej formule przede wszystkim cysterny i samochody ciężarowe. Rokita ma również dostęp do linii kredytowych o wartości 62 milionów złotych, z których wykorzystuje nieco ponad 10,2 miliona.

### Rozkład zapadalności głównego zadłużenia PCC Rokita [mln PLN]



Źródło: Prospekt IV Programu Emisji Obligacji, obliczenia własne

## Strategia inwestycyjna i źródła finansowania

Plan inwestycyjny Rokity na następne trzy lata zakłada wydatki przekraczające 400mln złotych, rozłożone po równo na poszczególne okresy. Spółka stawia przede wszystkim na rozwój segmentu polioli. W pierwszym kwartale rozpoczęto prace nad kolejnym ciągiem do wytwarzania półproduktów (zakończenie Q3 2016), uruchomiono również instalację do produkcji prepolimerów. Tempo rozwoju ma zostać utrzymane w 2017, wraz z oddaniem nowych linii do produkcji polieterów i szerokiej gamy wyrobów fosforopochodnych.

Po pierwszym kwartale 2016, 12-miesięczna EBITDA wyniosła 182 mln złotych. Przy utrzymaniu obecnej koniunktury rynkowej i nieco lepszym Q2 r/r (brak przestoju instalacji), osiągnięcie poziomu 200mln rocznej EBITDA wydaje się realne. Zwracamy uwagę na fakt, że Rokita ma relatywnie niewielkie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Po uwzględnieniu dywidend, odsetek i podatków, na spłatę zadłużenia oraz nowe inwestycje powinno pozostawać ok. 80mln złotych rocznie. Biorąc pod uwagę skalę planowanych projektów, nie wykluczamy ograniczenia dywidendy za 2016 i 2017.

Spółka otwarcie przyznaje, że polityka banków skłania do zwiększania aktywności na rynku korporacyjnym. Na rynku widzimy sporo miejsca do kontynuacji IV Programu Emisji Obligacji. Jego maksymalna wartość to 200mln, przy czym dotychczas wyemitowane zostało 45 mln złotych. Zapisy na serię DA (nominał 25mln) przekroczyły 75 mln, podczas gdy przy okazji emisji DB (nominał 20mln) było to już ponad 80mln. Przy takim popycie ze strony inwestorów detalicznych, uplasowanie nowych papierów o niższym kuponie lub dłuższej zapadalności nie powinno być problemem.

### Istniejące kowenanty

Publiczne emisje obligacji Rokity nie posiadają żadnych specjalnych kowenantów, które mogłyby spowodować podwyższenie kuponu lub uprawnić obligatariuszy do wcześniejszego wykupu. Opcję call w stosunku do wszystkich notowanych serii posiada sam emitent. Przyspieszenie wykupu obligowałyby Rokitę do zapłacenia 0,05% za każdy miesiąc, przy czym nowsze emisje ograniczają maksymalną wysokość premii do 0,6%.

Ograniczenia wpisane w warunki kredytowe również są dosyć miękkie. Umowy z BGK zawierają zapis o konieczności zgody na każdorazowe zaciągnięcie zobowiązań, jednak jedynie w przypadku, gdy wskaźnik DN / EBITDA przekroczy 4,2x. Bank Ochrony Środowiska wymaga z kolei utrzymania DSCR na poziomie powyżej 1,2, finansowania kapitałami stałymi ponad 90% majątku trwałego i udział kapitałów własnych w aktywach powyżej 40%.

### Wskaźniki wypłacalności

PCC Rokita	TTM (Q1 16)	Incl. DA/DB/DIV*
DSCR	3,45	=
EBIT / odsetki	8,10	=
ROA	8,1%	=
Rentowność EBITDA	16,9%	=
Dług netto / EBITDA	1,78	2,27
Wskaźnik zadłużenia (Zobowiązania / aktywa)	0,51	0,57
Dług odsetkowy / kapitał własny (BV)	0,63	0,82
Dług odsetkowy / kapitał własny (MC)	0,37	0,42

\*po wypłacie dywidendy i emisjach obligacji serii DA i DB

Źródło: szacunki NWA1 w oparciu o dane spółki

*PCC Rokita ma bardzo niskie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, a dzięki obecności w SSE efektywna stopa podatkowa wynosi 8-10%. Dzięki temu, relatywnie duża część zysku może zostać spożytkowana na inwestycje i dywidendy, jak również na spłatę zadłużenia.*

*Warunki finansowania dają Rokicie dużą elastyczność w zakresie spłaty, a nałożone kowenanty są spełnione z dużym zapasem.*

Po wynikach za Q1 2016, DN / EBITDA zmalał do poziomu 1,78. Bezpieczną wartość (3,45) przyjął również DSCR, liczony jako iloraz zysku operacyjnego i płatności kapitałowo-odsetkowych. Podstawowy wskaźnik płynności wyniósł 0,94. Mimo, że teoretycznie jest to niski poziom, to przypominamy, że Rokita posiada w odwodzie niewykorzystane linie kredytowe przekraczające 50 mln PLN. Wskaźnik ogólnego zadłużenia (0,51) jest korzystniejszy, niż w przypadku branży (0,57), podczas gdy relacja długu do kapitału utrzymuje się w okolicach mediany.

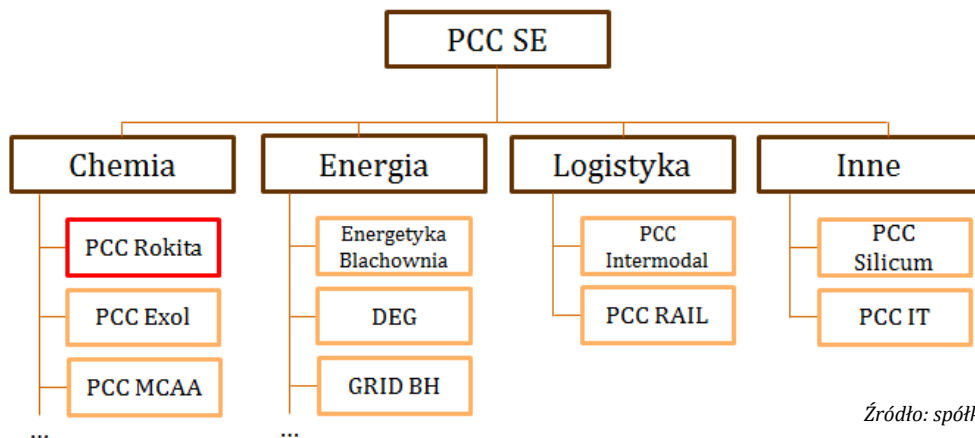
Zaznaczamy jednak, że na koniec Q1 wskaźniki Rokity przyjęły sezonowo najlepszą wartość. W drugim kwartale tradycyjnie nastąpiła wypłata dywidendy (90 mln), dokonano również emisji obligacji w ramach IV Programu (45 mln). Dla kontrastu, w tabeli prezentujemy również współczynniki PCC Rokita skorygowane o powyższe wydarzenia. DN / EBITDA rośnie do poziomu 2,3, a wskaźnik ogólnego zadłużenia do niespełna 0,6.

Zwracamy również uwagę na fakt, że spółka działa obecnie w bardzo korzystnym otoczeniu makroekonomicznym. Niskie ceny ropy i produktów ropopochodnych wpłynęły na podwyższenie marż, a popyt na produkty spółki jest bardzo wysoki. Poziomy wyniku EBITDA mogą być trudne do utrzymania w przypadku zanikania powyższych czynników. Z drugiej strony, Rokita wykazywała w przeszłości wyjątkowo stabilne marże, nawet w okresach słabszej koniunktury.

### Ryzyko korporacyjne

Ze względu na podporządkowaną pozycję w strukturze Grupy PCC, obligacje Rokity są narażone na dodatkowe ryzyka. Zwracamy uwagę na poręczenia za zobowiązania siostrzanych spółek PCC Exol (30 mln złotych) oraz PCC MCAA (80 mln). Gwarancje nie są pozbawione motywacji ekonomicznej. PCC MCAA realizuje budowę zakładu monochlorooctowego w Brzegu Dolnym, w którym zagospodarowana zostanie istotna część chloru wytwarzanego przez Rokitę. Koszty transportu chloru są zazwyczaj bardzo wysokie, zatem współpraca z perspektywy grupy PCC jest zasadna. Powstaje jednak pytanie o przyszły podział korzyści ekonomicznych między spółki.

### Pozycja PCC Rokita w grupie PCC



Ponadto, Rokita jest największym generatorem gotówki w całej grupie kapitałowej. Główny akcjonariusz naciska na wypłaty dywidend w celu finansowania inwestycji w pozostałych obszarach działalności PCC. Sytuacja może ulec zmianie wraz z wyjściem pozostałych podmiotów z grupy po finansowanie rynkowe. Przeprowadzenie oferty publicznej obligacji zapowiedział niedawno PCC Exol. Sukces emisji i zwrot ku finansowaniu przez rynek długu może przyczynić się do zmniejszenia presji dywidendowej na Rokitę.

*Oprócz DN/EBITDA, wskaźniki spółki nie odbiegają istotnie od branżowych median. Zwracamy jednak uwagę na fakt, że wartości za Q1 są sezonowo najkorzystniejsze w całym roku i wyraźnie pogorszą się po wypłacie dywidendy.*

*Udzielane przez Rokitę gwarancje mają sens ekonomiczny z perspektywy grupy, jednak powstaje pytanie o podział korzyści między poszczególne spółki PCC.*

## Ocena wiarygodności kredytowej

PCC ROKITA	Waga	FY 2015	TTM (do Q1 16)	Sektor (Worst)	Sektor (Best)	Sektor (Median)	Ocena		
<b>Zdolność obsługi długu</b>									
CFO / odsetki	5%	9,51	<b>9,92</b>	2,80	50,28	<b>10,83</b>	4,5		
EBIT / odsetki	10%	6,46	<b>8,10</b>	1,80	39,98	<b>9,18</b>	5		
Dług netto / EBITDA	10%	1,98	<b>1,78</b>	3,72	-0,16	<b>1,11</b>	5		
<b>Poziom zadłużenia</b>									
Dług / kapitał własny (BV)	5%	0,64	<b>0,63</b>	2,94	0,16	<b>0,62</b>	4		
Dług / kapitał własny (MC)	5%	0,34	<b>0,35</b>	1,44	0,12	<b>0,30</b>	4		
Zobowiązania / aktywa	10%	0,53	<b>0,51</b>	0,79	0,35	<b>0,57</b>	3		
<b>Skala biznesu</b>									
Wielkość przychodów [mld PLN]	5%	1,05	<b>1,08</b>	3,28	275,7	<b>48,4</b>	6		
Wartość aktywów [mld PLN]	5%	1,27	<b>1,29</b>	3,91	302,4	<b>68,1</b>	6		
<b>Efektywność operacyjna</b>									
Rentowność EBITDA	10%	14,6%	<b>16,9%</b>	12,1%	23,2%	<b>16,5%</b>	4		
Operacyjne ROA	5%	8,1%	<b>10,1%</b>	3,8%	14,0%	<b>8,9%</b>	4		
<b>Kryteria jakościowe</b>									
Pozycja rynkowa / odporność marż	10%						5		
Rynki zbytu / dywersyfikacja	10%						5		
Ryzyko korporacyjne	10%						6		
						<b>Ocena końcowa</b>	<b>4,73 / BB+</b>		
Skala ocen	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Odpowiednik	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C

Do grupy porównawczej zaliczonych zostało 11 spółek krajowych i zagranicznych o ratingach z przedziału od A+ do BB- / B+. Szczegółowy opis metodologii został zawarty na końcu dokumentu.

## Omówienie kryteriów jakościowych

### Pozycja rynkowa i odporność marż

PCC Rokita jest jedynym w Polsce i największym w Europie Środkowo - Wschodniej producentem polioli polieterowych. Udział grupy w rynku EMEA jest jednak niewielki i może znaleźć się pod dodatkową presją wskutek ukończenia wspólnej inwestycji Dow Chemical i Saudi Aramco. Joint venture branżowych gigantów uruchomi pod koniec 2016 instalację o mocy 390 kiloton / rok (3x większa, niż Rokita). Strategia koncentracji na polioliach specjalistycznych przynosi efekty, jednak siła rynkowa spółki jest nadal ograniczona. Zwracamy także uwagę na wrażliwość segmentu polieterów na ceny ropy. W ostatnim okresie spółka korzystała z niezwykle tanich surowców, co przełożyło się na bardzo wysokie marże. Odbicie na rynku ropy (+60% od dołka) może nieco stłumić dynamikę zysków w pozostałej części 2016 roku.

**Ocena jakościowa:**  
**5 / BB**

Z drugiej strony, Rokita wykazywała dotychczas jedną z najbardziej stabilnych marż w sektorze chemicznym. Widzimy w tym dużą zasługę segmentu alkaliów, a zwłaszcza chloru i ługu sodowego. Obie substancje powstają w tym samym procesie

produkcyjnym, ale ich zastosowania są zupełnie odmienne – podobnie jak popyt. Dzięki ujemnej korelacji cenowej, alkalia działają jako stabilizator rentowności.

#### *Rynki zbytu / dywersyfikacja*

Po ponownym uruchomieniu instalacji do produkcji chloru, struktura produktowa PCC Rokita nabrała bardziej zbalansowanego charakteru. Poliole nadal zajmują dominującą pozycję, odpowiadając za 49% przychodów, podczas gdy udział chloru i alkaliów powrócił do 30%. Zaznaczamy, że głównymi odbiorcami polioli są branże cykliczne (meblarska, motoryzacyjna i budowlana), które znajdują się obecnie w fazie dobrej koniunktury. Pozytywnie oceniamy dywersyfikację geograficzną sprzedaży i działania zmierzające do zwiększenia obecności na rynkach azjatyckich.

**Ocena jakościowa:  
5 / BB**

Rokita cechuje się niższym stopniem integracji pionowej, niż jej konkurenci, co w większym stopniu uzależnia spółkę od zewnętrznych dostawców. Z ryzykiem wiąże się również działalność w niszy rynkowej: odbiorców polioli specjalistycznych jest zaledwie kilku, podczas gdy produkt masowy jest sprzedawany do kilkudziesięciu klientów. Wskazujemy też na ograniczenia geograficzne w segmencie chloru i alkaliów. Ze względu na wysokie koszty transportu, ich sprzedaż jest często opłacalna tylko w niewielkiej odległości od miejsca wytwarzania. Współpraca z Exolem w zakresie odbioru chloru może częściowo wyeliminować ten problem.

#### *Ryzyko korporacyjne*

Zgodnie z wcześniejszymi uwagami, wielkość dywidend otrzymywanych przez właścicieli negatywnie wpływa na wiarygodność kredytową spółki. Od kilku lat Rokita wypłaca praktycznie cały zysk netto. Utrzymanie podobnej polityki w 2017 i 2018 przy tak ambitnym programie inwestycyjnym wymagałoby zwiększenia zadłużenia i istotnie pogorszyłoby wskaźniki wypłacalności.

**Ocena jakościowa:  
6 / B**

Jako czynnik ryzyka wskazujemy też poręczenia udzielane innym podmiotom z grupy (Exol i MCAA). Członkowie Zarządu Rokity zajmują stanowiska kierownicze w innych spółkach PCC, co może prowadzić do konfliktu interesów. Dotychczas nie obserwowaliśmy przypadków naruszenia interesu obligatariuszy, jednak całkowite zignorowanie tego ryzyka nie jest możliwe.

Zaznaczamy również, że spółka publikuje obszernie dane finansowe i zarządcze, które pozwalają na rzetelną ocenę jej kondycji finansowej. Wysoka przejrzystość sprawozdawczości wpływa pozytywnie na naszą ocenę.

**Zaznaczamy, że ocena końcowa została przyznana w oparciu o wskaźniki na koniec Q1 2016, a ryzyko dywidendowe zostało odzwierciedlone w pozycji „Ryzyko korporacyjne”. Dodatkowa korekta o nową emisję długu oraz wypłatę dywidendy (zdarzenia z Q2 2016) spowodowałyby zmniejszenie oceny do 4,85 / BB.**

## Nota prawna

### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej analizy

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Zgodnie z wiedzą Analityków, przedstawiciele NWAJ Dom Maklerski S.A. (dalej: NWAJ) nie zasiadają w zarządzie, radzie nadzorczej spółkach będących przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że NWAJ ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółkom, której dotyczy niniejszy raport.

NWAJ Dom Maklerski S.A. nie pełni funkcji animatora rynku dla instrumentów finansowych opisywanych w niniejszym raporcie. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAJ nie świadczył na rzecz Spółek usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności w zakresie oferowania instrumentów finansowych i nie otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenia. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAJ nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Spółki. NWAJ nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Spółkę na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. NWAJ nie posiada akcji Spółek, w łącznej wielkości stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Analityk sporządzający niniejszy dokument nie posiada instrumentów finansowych opisywanych w niniejszym raporcie. Pomiędzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółkami, których raport dotyczy, nie występują jakiegokolwiek powiązania. NWAJ jego akcjonariusze i pracownicy, w zakresie nieujawnionym w niniejszym raporcie i dopuszczalnym przez prawo, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta.

### Pozostałe klauzule

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAJ wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAJ jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAJ a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAJ w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego. Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAJ nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raporty były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Analitycy sporządzając niniejszy raport działali z należytą starannością. Dokonując oceny wiarygodności kredytowej Spółki Analityk kierował się własną metodologią, której założenia zostały opisane powyżej. Zastosowana metodologia oparta jest w dużej mierze na subiektywnej ocenie Analityka, w szczególności w zakresie przyjętych kryteriów ilościowych. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami NWAJ. NWAJ informuje, iż inwestowania środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument finansowy emitowany przez Spółkę, jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte, biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową..

Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAJ bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Informacji dotyczących wyceny/prognoz wyników finansowych zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzanych przez Spółkę. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami NWAJ. NWAJ nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. NWAJ zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym raporcie, a także do aktualizacji tych informacji w dowolnym czasie i bez powiadomienia.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r, poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAJ nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.



## DEFINICJE I METODOLOGIA

### Kryteria ilościowe

Ocena w zakresie kryteriów ilościowych została oparta na wskaźnikach wypłacalności spółki na tle sektora. Dla PCC Rokita było to 11 spółek krajowych i zagranicznych, reprezentujących branżę chemiczną, o ratingach z przedziału A+ do BB- / B+. W oparciu o dane finansowe grupy porównawczej, wyznaczono progi określone poniżej:

Skala ocen wg kryterium	1	2	3	4	5	6	7	8	9
CFO / odsetki	> 35	35 - 25	25 - 15	15 - 10	10 - 6	6 - 3	3 - 1,5	1,5 - 0,5	< 0,5
EBIT / odsetki	> 30	30 - 20	20 - 13	13 - 9	9 - 5,5	5,5 - 2	2 - 1	1 - 0,25	< 0,25
Dług netto / EBITDA	< 0,33	0,33 - 0,75	0,75 - 1,2	1,2 - 1,7	1,7 - 2,5	2,5 - 4	4 - 6	6 - 8	< 8
Dług odsetkowy / kapitał własny (BV)	< 0,1	0,1 - 0,3	0,3 - 0,5	0,5 - 0,75	0,75 - 1,0	1,0 - 1,4	1,4 - 2	2 - 3	< 3
Dług odsetkowy / kapitał własny (MC)	< 0,1	0,1 - 0,2	0,2 - 0,3	0,3 - 0,4	0,5 - 0,65	0,65 - 1	1 - 1,75	1,75 - 3	< 3
Wskaźnik zadłużenia (Zobowiązania / aktywa)	< 0,45	0,45 - 0,5	0,5 - 0,55	0,55 - 0,6	0,6 - 0,65	0,65 - 0,7	0,75 - 0,85	0,85 - 1	< 1
Wielkość przychodów [mld PLN]	> 150	75 - 150	30 - 75	10 - 30	3 - 10	0,5 - 3	0,3 - 0,5	0,1 - 0,3	> 0,1
Wartość aktywów [mld PLN]	> 200	100 - 200	40 - 100	15 - 40	4 - 15	0,8 - 4	0,3 - 0,8	0,1 - 0,3	> 0,1
Rentowność EBITDA	> 30%	22% - 30%	18,5% - 22%	15% - 18,5%	12% - 15%	8% - 12%	4% - 8%	1% - 4%	> 1%
ROA (EBIT / Średnie aktywa)	> 25%	18% - 25%	12% - 18%	8% - 12%	6% - 8%	4% - 6%	2,5% - 4%	2,5% - 0,5%	> 0,5%

W przypadku, gdy parametr dla spółki znajdował się w pobliżu granicy dla dwóch ocen, przyjmowana była ich średnia ważona. Przykładowo, wskaźnik DN / EBITDA na poziomie 1,2 spowodowałby nadanie oceny 3,5.

### Kryteria jakościowe

Czynniki jakościowe są zmiennymi, które trudno skwantyfikować, ale ze względu na swoją istotność nie mogą być pominięte w ocenie zdolności kredytowej emitenta. Ocena jest dokonywana przede wszystkim na tle branży, ale również w zestawieniu z przedstawicielami innych sektorów. Zmienne jakościowe zostały zgrupowane w trzech kategoriach:

- *Pozycja rynkowa i odporność marż* stanowi ogólną ocenę skuteczności modelu biznesowego emitenta. Pod uwagę brana jest sytuacja konkurencyjna spółki, jego siła rynkowa oraz uzyskane przewagi, wrażliwość na zmiany cen surowców oraz kursów walutowych, jak również aktywność konkurencji. Emitent najwyższej jakości będzie posiadał dominującą pozycję we wszystkich obszarach działalności oraz możliwość istotnego wpływu na ceny. Jego działalność powinna być chroniona przez wysokie bariery wejścia, a ekspozycja na ryzyko surowcowe i walutowe – niewielka lub zabezpieczona.

- *Rynki zbytu i dywersyfikacja* ocenia uzależnienie emitenta od określonego regionu geograficznego lub grupy produktowej. Spółka mająca w ofercie wyłącznie jedną, podatną na wahania cykliczne linię produktową, zostanie oceniona niżej, niż przedsiębiorstwo z wieloma nisko skorelowanymi segmentami operacyjnymi. Pozytywny czynnik stanowi również działalność w kilku regionach geograficznych o wysokim lub rosnącym poziomie rozwoju. W ramach powyższego kryterium oceniany jest zarówno stopień uzależnienia od dostawców, jak i od odbiorców, przy czym w obu przypadkach premiowany jest zróżnicowany portfel kontrahentów.

- *Ryzyko korporacyjne* jest miarą polityki finansowej firmy, wyważenia między interesami akcjonariuszy i obligatariuszy, struktury własnościowej oraz pozostałych powiązań, które mogą być istotne z punktu widzenia wypłacalności. Emitent zatrzymujący całość lub większość wypracowanego zysku uzyska wyższą notę, niż spółka wypłacająca bardzo wysokie dywidendy. Pod uwagę brane są również relacje wewnątrzgrupowe oraz zachowanie zasady *arm's length* w transakcjach z podmiotami powiązanymi. Na ocenę ryzyka korporacyjnego wpływa również jakość sprawozdawczości spółki, przejrzystość publikowanych raportów oraz dostępność informacji pozwalającą na ocenę jej kondycji finansowej.

## Do wyznaczania rentowności obligacji

### Obligacje stałokuponowe

Z-spread

$$P = \frac{C}{f} \sum_{j=1}^n \frac{1}{\left(1 + \frac{(r_{T(j)} + \phi)}{f}\right)^{f \times T(j)}} + \frac{100}{\left(1 + \frac{(r_{T(n)} + \phi)}{f}\right)^{f \times T(n)}}$$

Oznaczenia: C to wartość kuponu, P- cena brudna obligacji,  $\phi$  - Z-spread, zaś stopa WIBOR związana jest z czynnikiem dyskontowym ZT relacją:

$$r_T = \left[ (Z_T)^{\frac{-1}{f \times T}} - 1 \right] \times f$$

YTM liczony jest zgodnie z formułą XIRR, według wzoru:

$$P = \sum_{j=1}^n \frac{C_j}{(1 + YTM)^{\frac{T(j)}{365}}} + \frac{100}{(1 + YTM)^{\frac{T(n)}{365}}}$$

### Obligacje zmiennokuponowe

Zero Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)} + \sum_{j=2}^n Z_\gamma(T_j) \Delta_j(L(T_{j-1}, T_j) + q) + 100Z_\gamma(T_n)$$

Gdzie

$$Z_\gamma(T_j) = \frac{Z_\gamma(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W(T_{j-1}, T_j) + \gamma)}; Z_\gamma(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)}$$

$W(T_{j-1}, T_j)$  – oznacza terminową stopę Wibor pomiędzy dwoma terminami  $T_{j-1}$  a  $T_j$ ,  $\gamma$  – Zero Discount Margin. Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).