



Dom Maklerski BDM S.A.

PKN ORLEN

RAPORT ANALITYCZNY

Początek roku nie przynosi poprawy sytuacji na rynku rafineryjnym. Zarówno marże na produktach jak i dyferencjały są niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego (nawet pomimo relatywnie niższych r/r zapasów produktów w USA). Wyraźna słabość rynku w Europie utrzymuje się już trzeci kwartał z rzędu (licząc średnio kwartalnie modelowa marża przerobowa na bazie ropy Brent w Europie Zachodniej spadła nawet poniżej dołków z 2009 roku) - nadal jednak brak poważniejszych zamknięć rafinerii, które przełożyłyby się na ograniczenie podaży (tj w 2012 roku). Nieco lepiej wygląda sytuacja w segmencie petrochemicznym. Marża modelowa +31 EUR/t r/r po I-II'14, aczkolwiek pod presją znajdują się ceny PX/PTA (PX w Europie spadł w 2014 roku o 17% vs średnia za 2013; benchmarki azjatyckie na PTA notują podobnej skali spadki i są najniższe od 2009 roku, ze względu na nadpodaż nowych mocy). Dobrze do wyników Orlenu powinien natomiast nadal kontrybuować detal, który pozytywnie zaskakiwał w 2H'13. W wynikach pojawi się także pozytywna EBITDA segmentu wydobywczego (konsolidacja TriOil), jednak z punktu widzenia przepływów segment musi być zasilany w gotówkę (nakłady na łupki oraz rozwój w Kanadzie). W 2013 spółka pozytywnie zaskoczyła nas redukcją długu, jednak zwracamy uwagę na planowany wzrost CAPEX-u w 2014. Nasza ostatnia rekomendacja z września 2013 wskazywała na cenę docelową 41,1 PLN. Na razie nie dostrzegamy impulsów (np. przełamanie problemów europejskiego sektora rafineryjnego), które miałyby zmienić nasze nastawienie do spółki na bardziej pozytywne. Nieco obniżając cenę docelową, do 39,8 PLN, pozostajemy przy zaleceniu Trzymaj.

Zarząd w strategii na lata 2013-17 postawił sobie za cel wypracowanie rocznie przeciętnie 6,3 mld PLN EBITDA LIFO. Zwracamy uwagę, że przy utrzymaniu słabego otoczenia makro w rafinerii zarząd nie wyklucza aktualizacji (co może za sobą pociągnąć konieczność dokonania odpisów na aktywach). W 2013 roku oczyszczona (bez salda pozostałej działalności operacyjnej) EBITDA LIFO Orlenu spadła z 5,0 mld PLN do 3,3 mld PLN (najsłabiej od 2009). W 2014 roku spodziewamy się poprawy do 4,3 mld PLN: 1) zakładamy lepszy wynik segmentu rafineryjnego w 2-4Q'14 w stosunku do fatalnego analogicznego okresu w 2013 (kiedy spółka miała w sumie -342 mln PLN oczyszczonej straty EBIT LIFO), jednak nie oczekujemy, że balansowanie na break-even może satysfakcjonować akcjonariuszy, 2) zakładamy pozytywną kontrybucję ze strony detalu (lepsza sytuacja makro) oraz upstreamu (konsolidacja TriOil, która powinna dodać około 0,2 mld PLN EBITDA), 3) w przypadku petrochemii spodziewamy się utrzymania wyniku (lepsza marża modelowa, słabszy rynek PX/PTA; jako średnioterminowe ryzyko dla globalnego bilansu popyt/podaż w pet-chemie postrzegamy coraz większe problemy Chin a w dłuższym terminie rozbudowę mocy w USA w oparciu o tani gaz).

W 1Q'14 spodziewamy się nieco gorszego r/r oczyszczonego wyniku EBITDA LIFO: słabszy wynik w rafinerii i petrochemii, lepszy w detalu plus konsolidacja TriOil (poziom raportowany powinien być porównywalny r/r ze względu na pozytywny wynik nabyciu udziałów w Ceska Rafinerska).

Konsensus EBITDA'14 (liczony z prognoz z lutego i marca) wynosi 4,2 mld PLN (mniej więcej zgodnie z naszą prognozą). Spółka obecnie handlowana jest na poziomie EV/EBITDA LIFO=5,4x (mediana dla grupy porównawczej: LTS, TUPRS, OMV, MOL to 5,0x dla EBITDA wg Bloomberga).

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mld PLN]	107,0	120,1	113,9	114,2	111,9	108,9
EBITDA [mld PLN]	4,4	4,3	2,5	4,3	4,2	4,7
EBITDA skoryg. [mld PLN]	5,8	4,9	2,6	4,2	4,2	4,7
EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]	3,5	5,0	3,3	4,3	4,7	4,9
EBIT [mld PLN]	2,1	2,0	0,3	1,9	1,8	2,2
Zysk netto [mld PLN]	2,4	2,3	0,2	1,2	1,3	1,6
Dług netto [mld PLN]	7,7	6,8	4,6	5,3	4,1	2,2
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/E	7,6	7,7	102,3	15,2	13,8	10,9
EV/EBITDA	5,8	5,8	9,0	5,5	5,3	4,3
EV/EBITDA skoryg	4,4	5,1	8,6	5,6	5,3	4,3
EV/EBITDA LIFO skoryg.	7,4	4,9	6,8	5,4	4,7	4,2
EV/EBIT	12,4	12,2	67,9	12,1	12,1	9,0

*wynik skorygowany o saldo z pozostałej działalności operacyjnej

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 39,8 PLN

31 MARCA 2014

Wycena DCF [PLN]	39,8
Wycena porównawcza [PLN]	31,3
Wycena końcowa [PLN]	39,8
Potencjał do wzrostu / spadku	-5,4%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	42,1
Kapitalizacja [mln PLN]	18 002
Ilość akcji [mln. szt.]	427,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	47,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	37,9
Stopa zwrotu za 3 mc	2,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-4,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-6,7%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	27,5%
ING OFE	9,5%
Aviva OFE	8,0%
Pozostali	54,9%

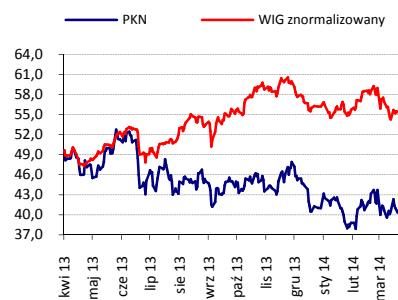
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	11
WYCENA PORÓWNAWCZA	14
WYNIKI KWARTALNE	15
PROGNOZA WYNIKÓW	22
DANE FINANSOWE	26

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki PKN Orlen opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 0% dla wyceny porównawczej (przyjmujemy taki poziom ze względu na ograniczoną porównywalność między PKN Orlen a innymi spółkami: m.in. różnie rozłożony ciężar działalności pomiędzy downstream/upstream/petrochemię). Wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 39,8 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 31,3 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 39,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	39,8
Wycena metodą porównawczą	0%	31,3
Wycena 1 akcji PKN Orlen [PLN]		39,8

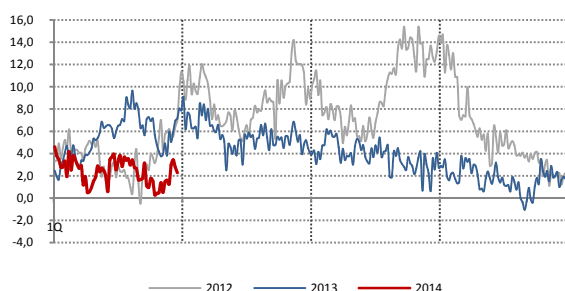
Źródło: BDM S.A.

Spółka pokazała słabe wyniki w segmencie rafineryjnym w 2H'13, natomiast pozytywnie zaczął zaskakiwać segment detaliczny (poprawa sytuacji makroekonomicznej w regionie CEE, walka z szarą strefą). Początek roku nie przynosi poprawy w obszarze przerobu ropy. Zarówno marże na produktach jak i dyferencjał są niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Wyrażna słabość rynku w Europie utrzymuje się już trzeci kwartał z rzędu, brak nadal jednak poważniejszych zamknięć rafinerii, które przełożyłyby się na ograniczenie podaży (tj w 2012 roku). Nieco lepiej wygląda sytuacja w segmencie petrochemicznym (marża modelowa +31 EUR/t r/r po I-II'14), aczkolwiek pod presją znajdują się ceny PX/PTA. Dobrze do wyników Orlenu powinien natomiast nadal kontrybuować detal. W wynikach pojawi się także pozytywna EBITDA segmentu wydobywczego (konsolidacja TriOil). Wstępnie w 1Q'14 spodziewamy się nieco słabszego r/r oczyszczonego wyniku EBITDA LIFO: słabszy wynik w rafinerii i petrochemii, lepszy w detalu plus konsolidacja TriOil (poziom raportowany powinien być porównywalny r/r ze względu na pozytywny wynik na nabyciu udziałów w Czechach).

Zarząd w strategii na lata 2013-17 postawił sobie za cel wypracowanie rocznie przeciętnie 6,3 mld PLN EBITDA LIFO. W 2013 roku oczyszczona (bez salda pozostałej działalności operacyjnej) EBITDA LIFO Orlenu spadła z 5,0 mld PLN do 3,3 mld PLN (najślabiej od 2009). W 2014 roku spodziewamy się poprawy do 4,3 mld PLN (poziom zbliżony do aktualnego konsensusu rynkowego). Spółka obecnie handlowana jest na poziomie EV/EBITDA LIFO=5,4x (mediana dla grupy porównawczej: LTS, TUPRS, OMV, MOL =5,0x dla EBITDA wg Bloomberg). W 2013 spółka pozytywnie zaskoczyła nas redukcją długu, jednak na 2014 planowany jest wzrost CAPEX-u oraz trudno będzie też powtórzyć skalę ograniczenia kapitału obrotowego (w latach 2015-17/18 pozytywny wpływ z tej strony powinny przynieść nowe przepisy dotyczące zapasów obowiązkowych, które bardzo powoli ale są coraz bliżej wejścia w życie). Zwracamy uwagę, że przy utrzymaniu słabego otoczenia makro w rafinerii zarząd nie wyklucza aktualizacji strategii. Może to za sobą pociągnąć konieczność dokonania odpisów na aktywach. Szczególnie narażona jest rafineria Możejki (na koniec 2012 kapitał własny Orlen Lietuva wynosił około 2,6 mld PLN a rzeczowe aktywa trwałe 3,0 mld PLN wg obecnego kursu LTL/PLN, średnia roczna EBITDA LIFO od 2009 roku to 126,4 mln PLN a wartość akcji w sprawozdaniu jednostkowym Orlenu 4,5 mld PLN), która ma trudną sytuację popytową (brak integracji z petrochemią, wysoka ekspozycja na eksport, przy 9,0 mln ton produkcji około połowa to sprzedaż w krajach bałtyckich i na Ukrainie a reszta eksport drogą morską).

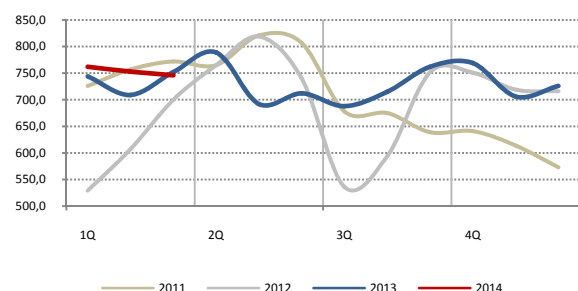
Nasza ostatnia rekomendacja z września 2013 wskazywała na cenę docelową 41,1 PLN. Na razie nie dostrzegamy impulsów (np. przełamanie problemów europejskiego sektora rafineryjnego), które miałyby zmienić nastawienie do spółki na bardziej pozytywne. Nieco obniżając cenę docelową, do 39,8 PLN, pozostajemy przy zaleceniu Trzymaj. Jako ewentualne ryzyka dla naszej obecnej rekomendacji postrzegamy m.in. brak poprawy marż rafineryjnych w 2-3Q'14 oraz wpływ powiększających się kłopotów chińskiej gospodarki na rynek petrochemiczny.

Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl] – porównanie r/r



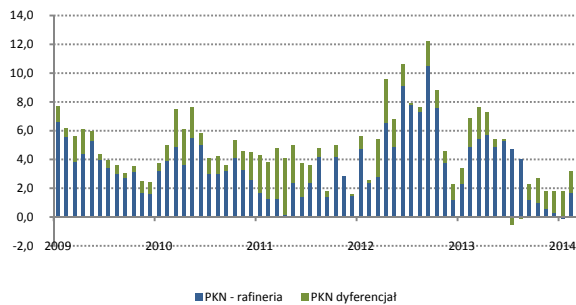
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, dane dzienne
Marża= 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent

Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] porównanie r/r



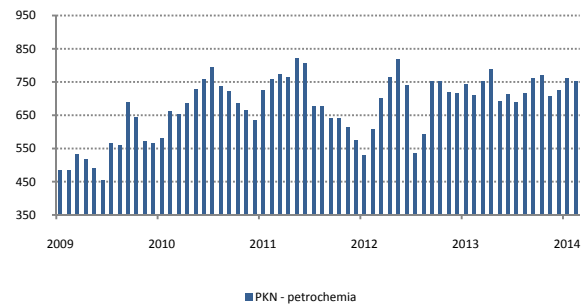
Źródło: BDM S.A., PKN, Bloomberg, średnia miesięczna
marża=44% HDPE + 7% LDPE + 35% PP Homo + 12% PP Copo - (75% nafta + 25% LS VGO)

Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., spółka

Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wyniki finansowe

Oczyszczona EBITDA LIFO

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14P	2011	2012	2013	2014P
Modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]	3,3	6,8	8,4	4,4	4,1	5,3	3,3	0,7	1,0	2,1	5,7	3,4	3,4
Dyferencjał Brent - Ural [USD/bbl]	1,3	2,1	0,7	1,1	1,8	0,7	0,1	1,4	1,4	1,7	1,3	1,0	1,0
Modelowa marża rafineryjna + dyf. [USD/bbl]	4,6	8,9	9,1	5,5	5,9	6,0	3,4	2,1	2,4	3,8	7,0	4,4	4,4
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]*	618	772	625	729	737	729	719	736	754	705	686	730	746
Rafineria: wolumen sprzedaży [tys t]	5 111	5 095	6 290	6 087	5 581	5 544	6 211	5 862	5 148	23 033	22 583	23 198	23 206
Detal: wolumen sprzedaży [tys t]	1 732	1 873	1 995	1 867	1 659	1 933	2 052	1 872	1 701	7 345	7 467	7 516	7 727
Petrochemia: wolumen sprzedaży [tys t]	1 381	1 181	1 342	1 329	1 344	1 228	1 263	1 335	1 349	5 068	5 233	5 170	5 212
Ropa Brent [USD/bbl]	118,6	108,3	109,5	110,1	112,5	102,4	110,3	109,3	107,9	111,3	111,6	108,6	106,6
Przychody [mln PLN]	29 247	27 955	31 654	31 244	27 471	28 311	30 392	27 678	25 184	106 971	120 100	113 852	114 181
Rafineria	16 063	14 289	17 785	17 738	15 044	15 166	16 443	14 813	13 157	58 475	65 875	61 466	60 423
Detal	8 916	9 772	10 128	9 324	8 167	9 273	10 101	8 920	7 964	34 038	38 140	36 461	37 669
Petrochemia	4 246	3 861	3 709	4 153	4 241	3 857	3 833	3 906	3 975	14 312	15 969	15 837	15 703
Upstream	0	1	0	0	0	1	0	16	69	0	1	17	315
Funkcje korporacyjne	22	32	32	29	19	14	15	23	19	146	115	71	71
EBITDA LIFO adj**[mln PLN]	803	1 761	1 378	1 106	927	802	806	773	852	3 482	5 048	3 308	4 288
marża	2,75%	6,30%	4,35%	3,54%	3,37%	2,83%	2,65%	2,79%	3,39%	3,26%	4,20%	2,91%	3,76%
Rafineria	331	938	880	578	282	84	59	233	190	1 223	2 727	658	1 238
Detal	127	331	314	263	124	368	461	325	206	842	1 035	1 278	1 454
Petrochemia	485	645	322	473	670	523	441	409	562	1 971	1 925	2 043	2 052
Upstream	-4	-6	0	-9	-5	-4	-10	-7	39	0	-19	-26	189
Funkcje korporacyjne	-136	-147	-138	-199	-144	-169	-145	-187	-144	-554	-620	-645	-645
Saldo PPO/PKO	-23	16	174	-756	5	35	-10	-168	80	-1 386	-589	-138	80

Źródło: BDM S.A., spółka, *wg spółki, **wynik oczyszczony o efekt LIFO oraz saldo pozostałej działalności operacyjnej

Spółka pokazała słabe wyniki w segmencie rafineryjnym w 2H'13 (wynik EBITDA LIFO byłby jeszcze słabszy, gdyby nie rozpoznanie „tanich” warstw ropy w efekcie LIFO, które zawyżają wynik – podobny zabieg zastosował Lotos), natomiast pozytywnie zaczął zaskakiwać segment detaliczny (poprawa sytuacji makroekonomicznej w regionie CEE, walka z szarą strefą).

Wstępnie w 1Q'14 spodziewamy się minimalnie gorszego r/r oczyszczonego wyniku EBITDA LIFO: słabszy wynik w rafinerii i petrochemii, lepszy w detalu plus konsolidacja TriOil (poziom raportowany powinien być porównywalny r/r ze względu na pozytywny wynik na nabyciu udziałów w Czechach). Początek roku nie przynosi poprawy sytuacji w obszarze przerobu ropy. Zarówno marże na produktach jak i dyferencjał są niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Nieco lepiej wygląda sytuacja w segmencie petrochemicznym (marża modelowa +31 EUR/t r/r po I-II'14), aczkolwiek pod presją znajdują się ceny PX/PTA (marża modelowa spółki uwzględnia jedynie łańcuch poliolefin). Kontrybucję instalacji PX/PTA do wyników segmentu petrochemicznego na poziomie EBITDA w 2013 roku szacujemy na około 30%.

Zarząd w strategii na lata 2013-17 postawił sobie za cel wypracowanie rocznie przeciętnie 6,3 mld PLN EBITDA LIFO. W 2013 roku oczyszczona (bez salda pozostałej działalności operacyjnej) EBITDA LIFO Orlenu spadła z 5,0 mld PLN do 3,3 mld PLN (najslabiej od 2009). W 2014 roku spodziewamy się poprawy do 4,2 mld PLN (poziom zbliżony do aktualnego konsensusu rynkowego): 1) zakładamy lepszy wynik segmentu rafineryjnego w 2-4Q'14 w stosunku do fatalnego analogicznego okresu w 2013 (kiedy spółka miała w sumie -342 mln PLN oczyszczonego wyniku EBIT LIFO), jednak nie oczekujemy, że balansowanie na

break-even może satysfakcjonować akcjonariuszy, 2) zakładamy pozytywną kontrybucję ze strony detalu (lepszą sytuację makro) oraz upstreamu (konsolidacja TriOil, która powinna dodać około 0,2 mld PLN EBITDA), 3) w przypadku petrochemii spodziewamy się utrzymania wyniku (lepszą marżę modelową, słabszy rynek PX/PTA; jako średnioterminowe ryzyko dla globalnego bilansu popyt/podaż w pet-chemie postrzegamy coraz większe problemy Chin a w dłuższym terminie rozbudowę mocy w USA w oparciu o tani gaz). Bardziej szczegółowy opis raportowanych wyników i prognoz znajduje się w dalszej części raportu.

Bieżąca sytuacja na rynku rafineryjnym

Początek roku nie przynosi poprawy sytuacji na rynku rafineryjnym. Zarówno marże na produktach jak i dyferencjał Brent-Ural są niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego (nawet pomimo relatywnie niższych r/r zapasów produktów w USA). Wyraźna słabość rynku w Europie utrzymuje się już trzeci kwartał z rzędu (licząc średnio kwartalnie modelowa marża przerobowa na bazie ropy Brent w Europie Zachodniej spadła nawet poniżej dołków z 2009 roku) - brak nadal poważniejszych zamknięć rafinerii, które przełożyłyby się na ograniczenie podaży (tj w 2012 roku).

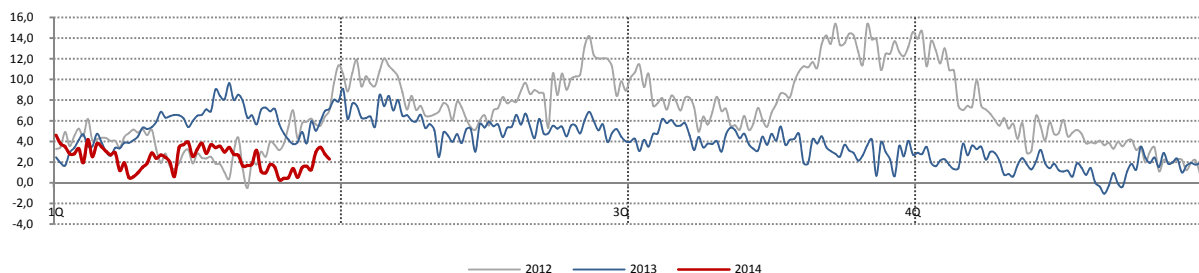
W okresie I-II'14 średnia modelowa marża rafineryjna PKN (liczona bez kontrybucji dyferencjału) wyniosła 0,8 USD/bbl wobec 3,6 USD/bbl w analogicznym okresie rok wcześniej. Natomiast dyferencjał Brent-Ural ukształtował się na poziomie 1,7 USD/bbl wobec 1,6 USD/bbl rok wcześniej. Wstępnie za dotychczasowe dni marca szacujemy, że marża z dyferencjałem wynosi około 1,6 USD/bbl. Niższe w 1Q'14 w ujęciu r/r są zarówno marże na dieslu jak i na benzynie. Porównywalny jest ujemny crack na ciężkim oleju opałowym. Obecnie powinien już następować wzrost marż przerobowych związany z sezonowymi, wiosennymi postojami instalacji (obserwowany już wzrost odsetka wyłączeń mocy w USA i w mniejszej skali w Europie). Dodatkowo dość korzystne wyglądają relacje zapasy/popyt w USA w stosunku do dwóch poprzednich lat. Problem dla europejskich rafinerii w tym, że rośnie także eksport ze Stanów (zarówno benzyny jak i diesla).

Baza w kolejnych miesiącach za 2013 nie jest wymagająca. Gorzej wygląda sytuacja w porównaniu do 2012, gdy marże wystrzeliły w górę na bazie sploty sprzyjających ograniczeniu podaży czynników.

Sytuacja amerykańskich rafinerii wygląda nadal pozytywnie (tańsza ropa). Natomiast słabość odczuwalna jest w Europie. Licząc średnio kwartalnie modelowa marża przerobowa na bazie ropy Brent w Europie Zachodniej spadła nawet poniżej dołków z 2009 roku. Kolejny kwartał „pod wodą” znajdują się przestarzałe rafinerie typu hydroskimming. Pozytywnym czynnikiem dla marż mogłyby być kolejne zamknięcie „starych” rafinerii w Europie, co jednak trudne ze względów społeczno-politycznych a lepsze okresy, jak 2012 rok, tylko przedłużają ich żywotność. Pewnym wsparciem dla europejskich rafinerii mogło być zawężenie się dyferencjału Brent-WTI w ostatnich miesiącach, co powinno sprzyjać możliwościom arbitrażu. Zwracamy jednak uwagę, że dyferencjał Brent w stosunku do głównych gatunków ropy (pod względem produkcji: Arab Light, Maya czy LLS) jest nawet wyższy niż ubiegłoroczny w analogicznym samym okresie, więc relatywny wzrost WTI należy rozpatrywać bardziej w charakterze negatywnego efektu dla regionalnych rafinerii w USA niż pozytywnego dla rafinerii w Europie (co więcej eksport diesla, podstawowego paliwa w Europie, z amerykańskich rafinerii ostatnio sukcesywnie rośnie).

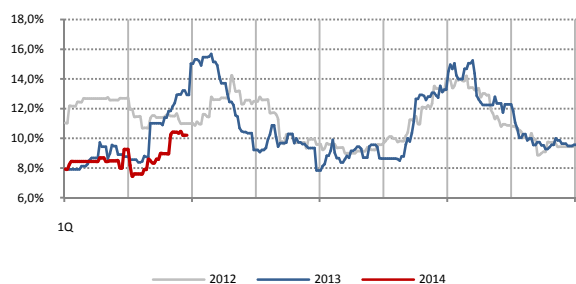
Uważamy, że w średnim terminie potencjał do strukturalnego wzrostu marż, szczególnie w Europie, jest ograniczony ze względu na planowane wzrosty mocy produkcyjnych (szczególnie w Azji i na Bliskim Wschodzie z nastawieniem na zaspokojenie rynków lokalnych oraz eksport do UE i USA) i ograniczanie zużycia paliw w gospodarkach rozwiniętych. Możliwe są natomiast krótkoterminowe okresy poprawy rentowności rafinerii na bazie nadzwyczajnych zakłóceń po stronie podaży (okresy huraganów w USA, awarie).

Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl] – porównanie r/r

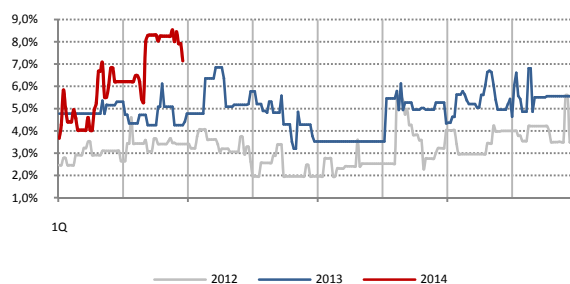


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

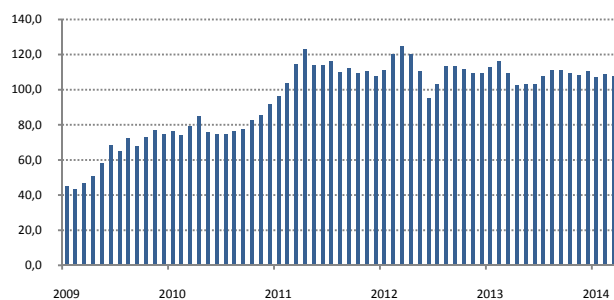
Odsetek wyłączonych/wstrzymanych mocy rafineryjnych w Europie/Afryce



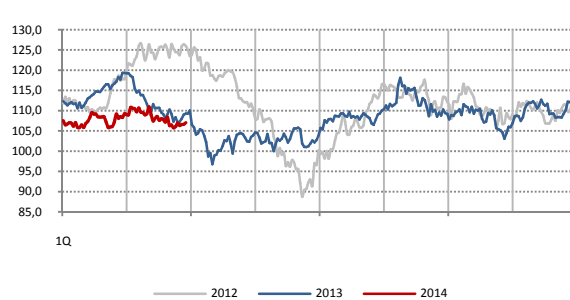
Odsetek wyłączonych/wstrzymanych mocy rafineryjnych w USA



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Brent [USD/bbl]



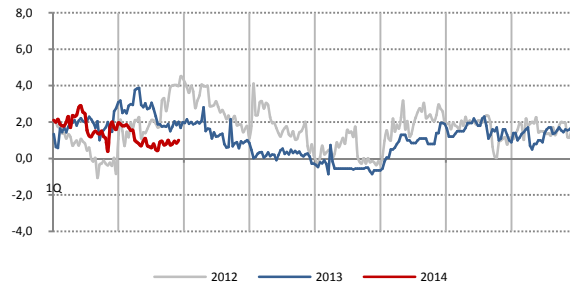
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Brent [USD/bbl] – r/r



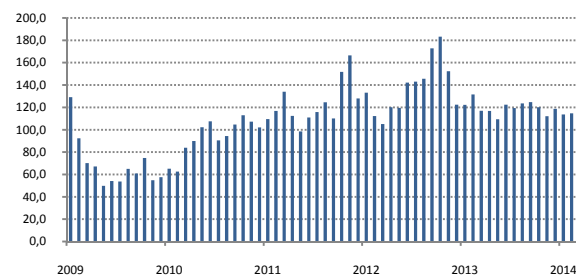
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r



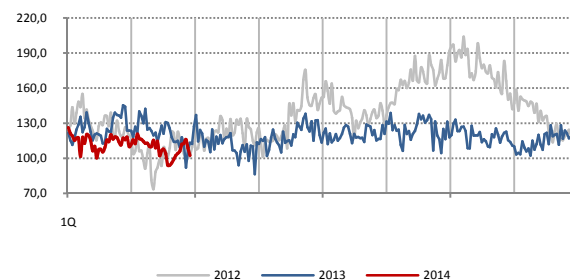
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Diesel marża [USD/t]



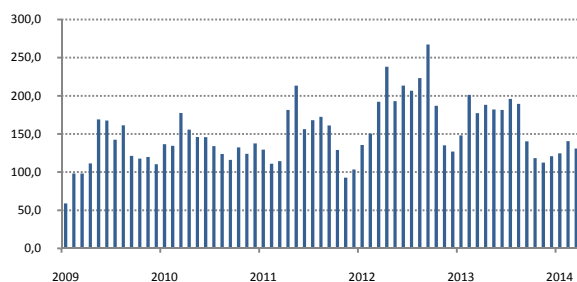
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Neste Oil
Diesel marża [USD/t] r/r



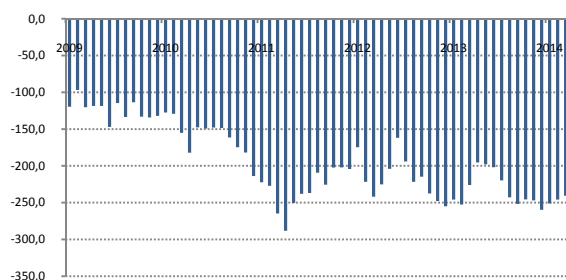
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

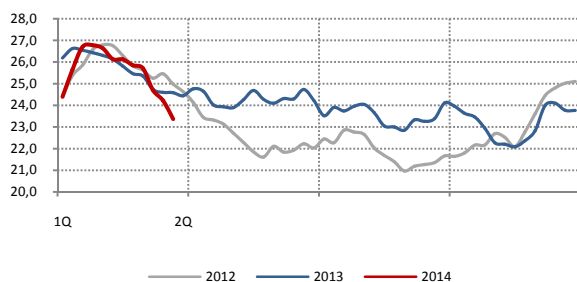
Benzyna marża [USD/t]



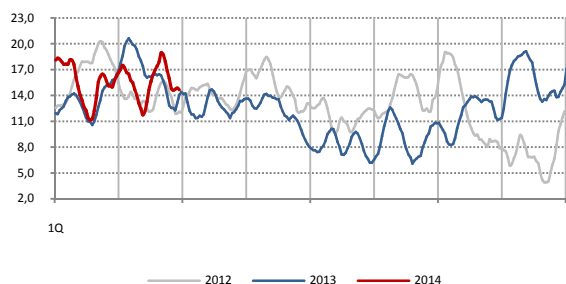
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Ciężki olej opałowy marża [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna – zapasy/popyt w USA [dni]

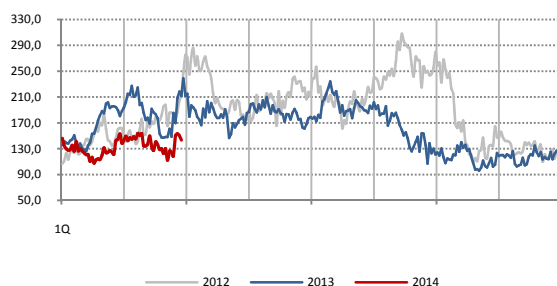


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Marża rafineryjna Gulf Coast LLS Cracking [USD/bbl]

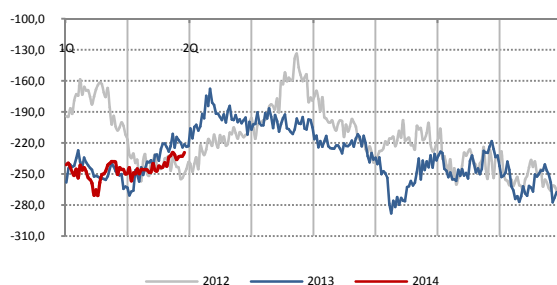


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, średnia 5-dni

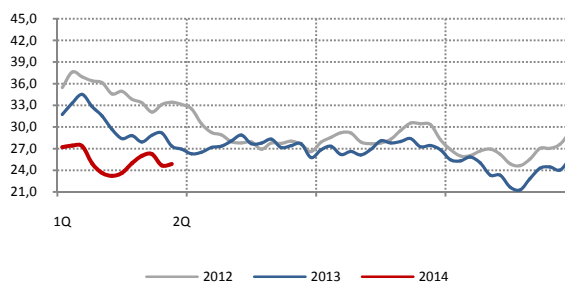
Benzyna marża [USD/t] r/r



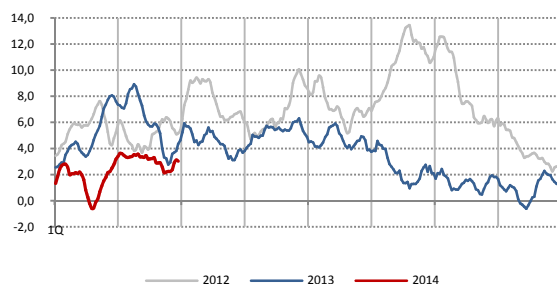
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
COO marża [USD/t] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Destylaty – zapasy/popyt w USA [dni]

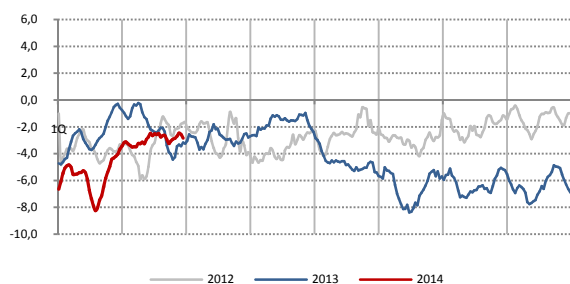


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Marża rafineryjna NWE Brent Cracking [USD/bbl]

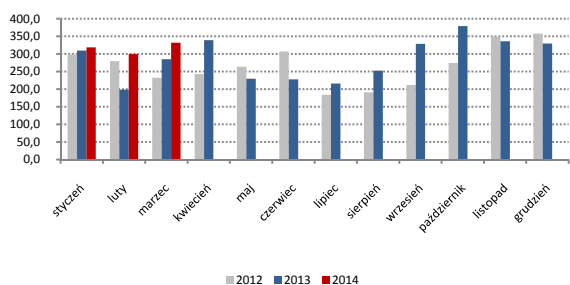


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, średnia 5-dni

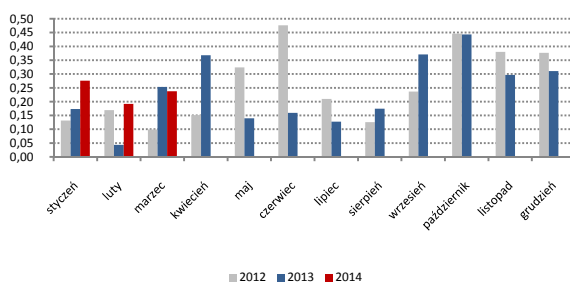
Marża rafineryjna NWE Brent Hydroskimming [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, średnia 5-dni
Benzyna – premia łądowa w Polsce [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Eurostat, (cena detali bez podatków – NWE)
Benzyna – marża detaliczna [PLN/l]

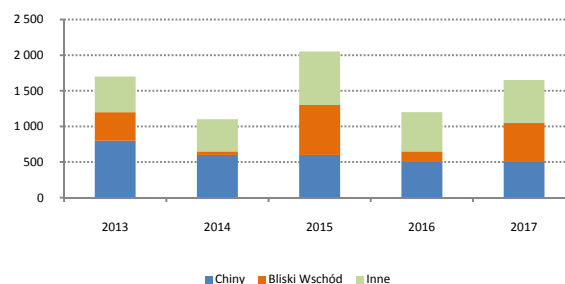


Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)
Dynamika sprzedaży paliw w Polsce r/r – ceny stałe

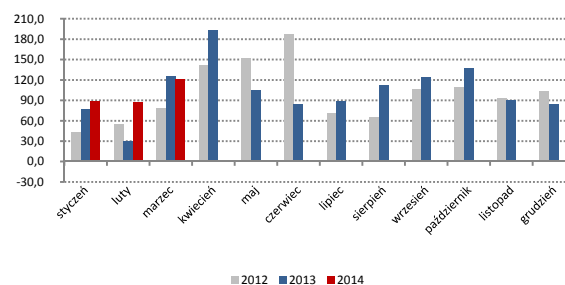


Źródło: BDM S.A., GUS

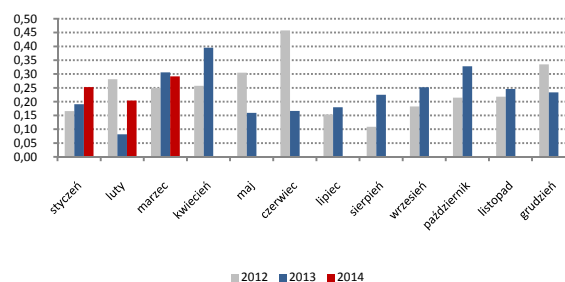
Planowane otwarcia mocy rafineryjnych netto w latach 2013-2017 [mln bbl/d]



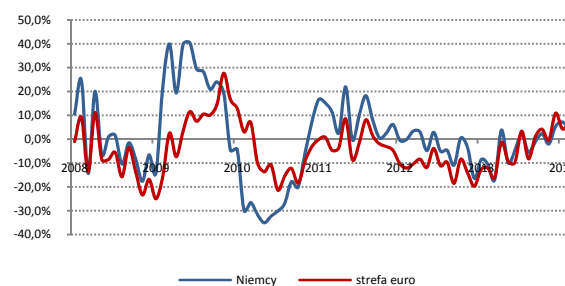
Źródło: BDM S.A., Valero, wzrost popytu szacowany jest na 1,2-1,4 mld bbl/d
ON – premia łądowa w Polsce [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Eurostat, (cena detali bez podatków – NWE)
ON – marża detaliczna [PLN/l]



Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)
Dynamika sprzedaży aut w strefie euro i w Niemczech

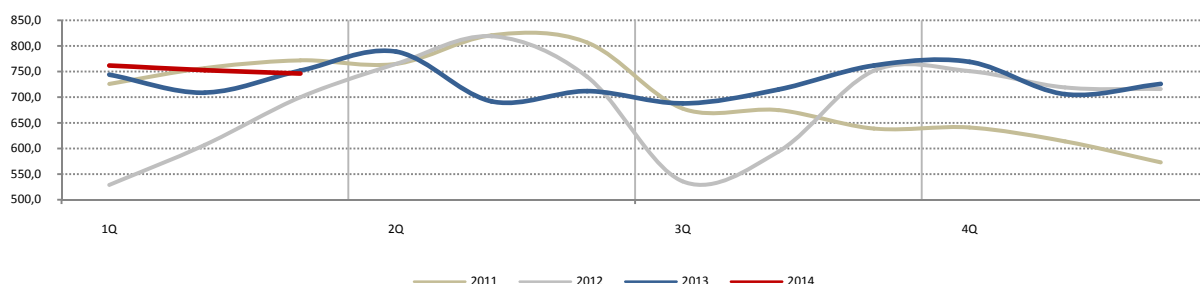


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Bieżąca sytuacja na rynku petrochemicznym

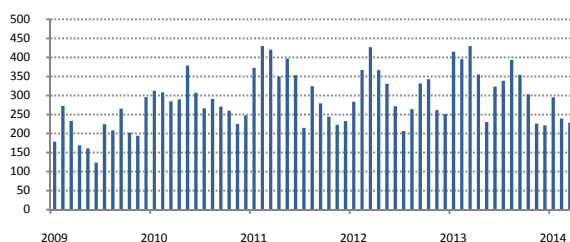
Lepiej niż w rafinerii wygląda sytuacja w segmencie petrochemicznym. Marża modelowa wzrosła o 31 EUR/t r/r po I-II'14). Natomiast problem presji na marże nasila się na PX/PTA ze względu na nadpodaż nowych mocy w ostatnim czasie (oraz utrzymujące się niskie ceny bawełny - oprócz butelek PTA jest wykorzystywane także w tekstyliach). PX w Europie spadł w 2014 roku o 17% w stosunku do średniej za 2013. Natomiast benchmarki azjatyckie na PTA notują podobnej skali spadki i są najniższe od 2009 roku. Biorąc pod uwagę marże na innych głównych produktach, pozytywnie wygląda sytuacja na propylenie, benzenie i polietylenie (niski koszt etyleny). Przeciwnie na polipropylenie i wyraźnie słabiej r/r na etylenie (w latach 2014-15 wzrost mocy ma przekroczyć wzrost popytu pierwszy raz od 2010 roku (lata 2011-12 to okres dobrych marż), za sprawą rozbudowy mocy w Azji (w kolejnych latach dołączą nowe moce w Ameryce Północnej)).

Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] porównanie r/r



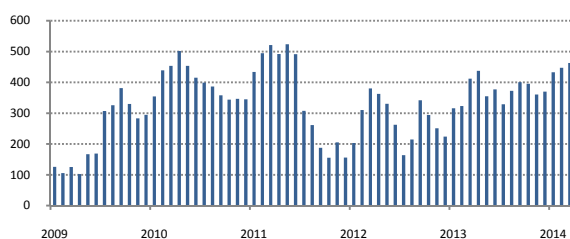
Źródło: BDM S.A., PKN, Bloomberg

Marża etylen – nafta [EUR/t]



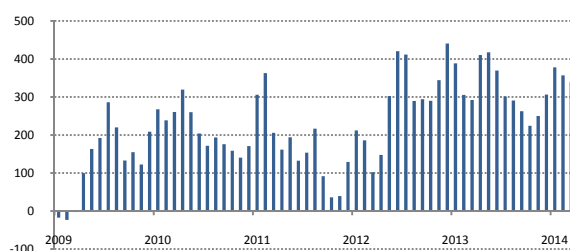
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża propylen – nafta [EUR/t]



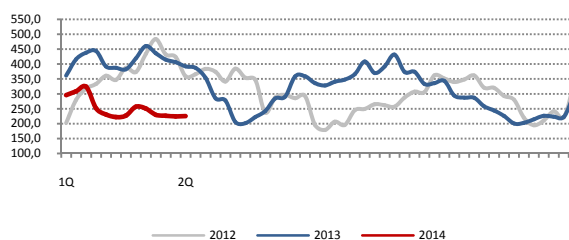
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża benzen – nafta [EUR/t]



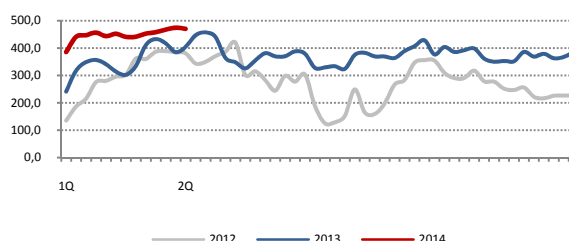
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża etylen – nafta [EUR/t]



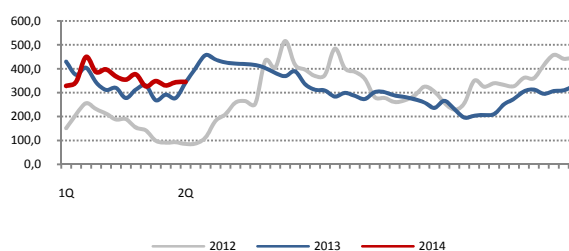
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża propylen – nafta [EUR/t]



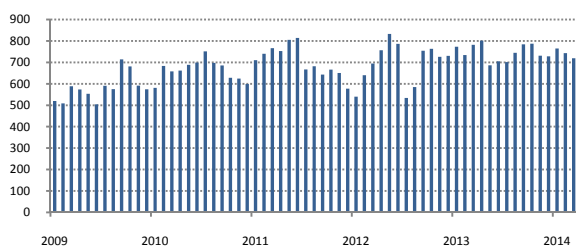
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża benzen – nafta [EUR/t]

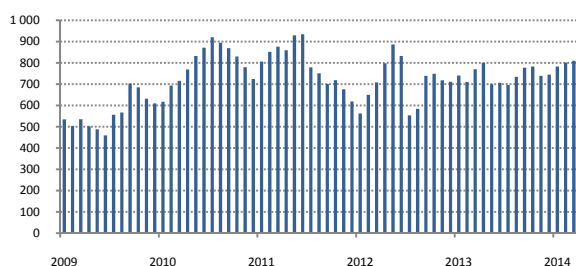


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

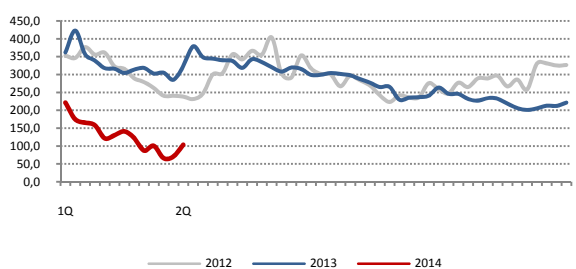
Marża polietylen – nafta [EUR/t]



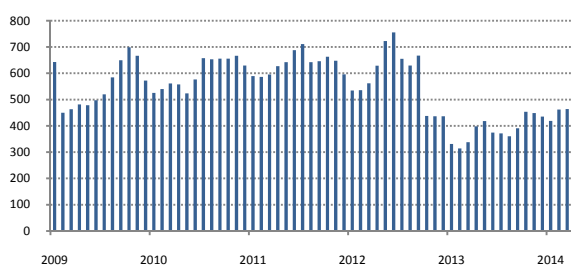
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Marża polipropylen – nafta [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Marża PTA – nafta [EUR/t]

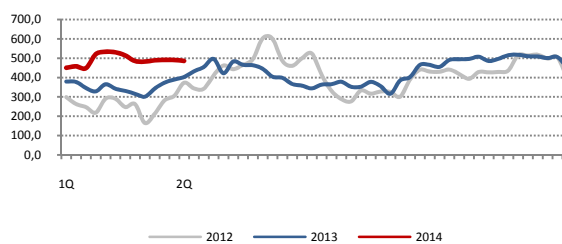


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ZCE Purified Terephthalic Acid (PTA) Future Contract
Marża PCW – etylen* [EUR/t]

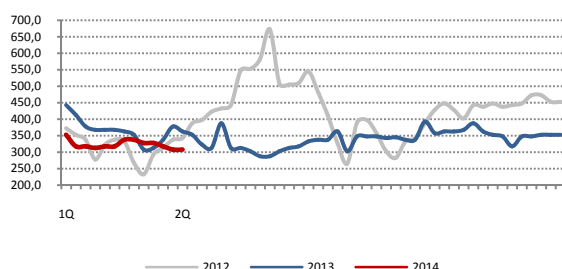


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, etylen=47%

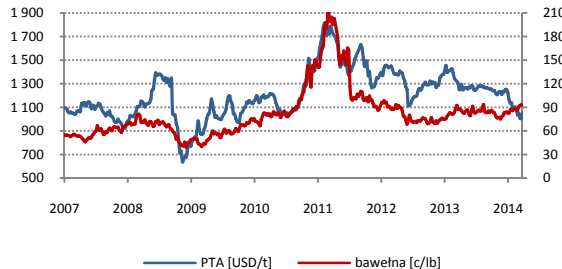
Marża polietylen – etylen [EUR/t]



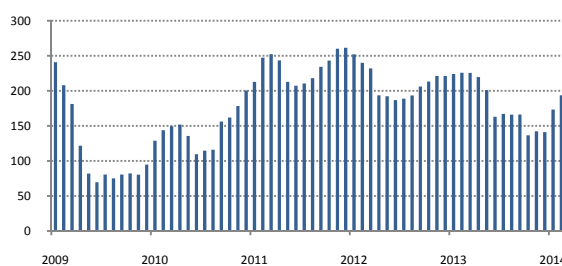
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Marża polipropylen – propylen [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena PTA a cena bawełny



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Marża saletra amonowa – gaz [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Azoty Tarnów, gaz=0,44

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 (4,50%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta na poziomie 1,0.

Główne założenia modelu:

- Założenie dotyczące przychodów i marż poszczególnych segmentów przedstawiono w osobnych tabelach.
- Prognozę ceny ropy Brent oparto o krzywą forward z notowań na NYMEX do końca 2015 roku. W kolejnych okresach przyjęto stały poziom 100 USD/bbl. Długoterminowy dyferencjał Brent – Ural przyjęto średnio rocznie na poziomie 1,0 USD/bbl. Dla marż rafineryjnych przyjęto prognozowane poziomy wynikający z historycznego modelu opartego na cenie ropy oraz koniunkturze gospodarczej.
- Wycena uwzględnia rozwój nowych segmentów działalności energetyka i upstream. Wycena nie uwzględnia akwizycji lub dezinvestycji.
- Wycena zakłada odkup części zapasów obowiązkowych przez państwo według zaprezentowanego projektu ustawy (ze względu na opóźnienia we wdrażaniu ustawy założono, że do odkupu pierwszej transzy dojdzie z początkiem 2015). Ujęcie odkupu w sumie 30% zapasów obowiązkowych do końca 2017 roku, przy przełożeniu kosztów (opłata zapasowa) na rynek końcowy, przekłada się na wzrost wyceny o 4,3 PLN. Zakładamy także kontynuację prowadzonej przez spółkę polityki sprzedaży dwóch transz zapasów obowiązkowych podmiotom zewnętrznym.
- CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji. Model uwzględnia CAPEX w segmencie upstream w Polsce jedynie w 2014 roku (ze względu na brak na razie większych sukcesów na tym polu w Polsce zarówno krajowych jak i zagranicznych spółek nie jesteśmy w stanie uwzględnić w modelu wiarygodnych założeń na kolejne lata). W upstreamie na rynkach zagranicznych zakładamy w długim terminie CAPEX na poziomie amortyzacji (w 2014 roku przyjęto 0,3 mld PLN nakładów zgodnie z zapowiedziami zarządu). Poziom produkcji zakładamy na poziomie 5,0 tys boe/d w 2014 roku i wzrost do 7,1 tys boe/d od 2016 roku.
- W udziałach mniejszości uwzględniamy rynkową wartość pakietu akcji Unipetrolu w rękach akcjonariuszy mniejszościowych.
- Efektywną stopa podatkowa przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 427,7 mln akcji.
- Końcowa wartość w przeliczeniu na jedną akcję jest wyceną na dzień 31 marca 2014 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 17,0 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 39,8 PLN.

Prognoza podstawowych danych

Podstawowe dane:	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Brent [usd/bbl]	79,5	111,3	111,6	108,6	106,6	101,9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ural [usd/bbl]	78,1	109,6	110,3	107,6	105,6	100,8	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0
Dyferencjał [usd/bbl]	1,4	1,7	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]*	3,5	2,1	5,7	3,4	3,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	693	705	686	730	746	744	731	731	731	730	730	729	729	728
USD/PLN (średni)	3,02	2,96	3,26	3,16	3,10	3,04	2,96	2,93	2,89	2,85	2,81	2,81	2,81	2,81
USD/PLN (eop)	2,96	3,42	3,10	3,01	3,15	3,04	2,96	2,93	2,89	2,85	2,81	2,81	2,81	2,81
EUR/PLN (średni)	3,99	4,12	4,19	4,20	4,20	4,10	4,00	3,95	3,90	3,85	3,80	3,80	3,80	3,80

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, * bez dyferencjału

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mld PLN]	114,2	111,9	108,9	111,2	111,4	111,3	110,0	112,4	113,5	114,7
EBIT [mld PLN]*	1,93	1,83	2,23	2,47	2,55	2,56	2,57	2,71	2,78	2,86
EBIT LIFO [mld PLN]*	2,05	2,37	2,41	2,55	2,63	2,62	2,64	2,71	2,79	2,86
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mld PLN]	0,37	0,35	0,42	0,47	0,49	0,49	0,49	0,51	0,53	0,54
NOPLAT [mld PLN]*	1,56	1,48	1,81	2,00	2,07	2,07	2,08	2,20	2,26	2,32
Amortyzacja [mld PLN]	2,32	2,35	2,45	2,45	2,45	2,48	2,52	2,52	2,52	2,52
CAPEX [mld PLN]	-3,68	-2,95	-2,49	-2,50	-2,40	-2,41	-2,49	-2,54	-2,55	-2,55
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]*	0,02	0,52	0,74	0,52	-0,12	-0,10	-0,10	-0,09	-0,09	-0,09
FCF [mld PLN]	0,23	1,40	2,50	2,48	2,00	2,04	2,01	2,08	2,13	2,20
DFCF [mld PLN]	0,22	1,20	1,98	1,80	1,33	1,24	1,11	1,06	0,99	0,93
Suma DFCF [mld PLN]	11,86									
Wartość rezydualna [mld PLN]	26,46									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	11,19									
Wartość firmy EV [mld PLN]	23,05									
Dług netto 2013 [mld PLN]	4,62									
Udziały mniejszości [mld PLN]	1,40									
Wartość kapitału [mld PLN]	17,03									
Ilość akcji [mln szt.]	427,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	39,8									
Przychody zmiana r/r	0,3%	-2,0%	-2,7%	2,1%	0,2%	0,0%	-1,2%	2,1%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	479,9%	-5,4%	22,3%	10,7%	3,3%	0,2%	0,4%	5,5%	2,8%	2,8%
FCF zmiana r/r	-88,1%	498,6%	79,1%	-0,9%	-19,3%	2,1%	-1,8%	3,9%	2,3%	3,1%
Marża EBITDA	3,7%	3,7%	4,3%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża EBIT	1,7%	1,6%	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%
Marża NOPLAT	1,4%	1,3%	1,7%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
CAPEX / Przychody	3,2%	2,6%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	158,4%	125,5%	101,8%	101,9%	97,7%	97,1%	98,9%	100,9%	101,4%	101,2%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	-0,5%	-0,7%	-0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-7,4%	22,5%	24,4%	-22,7%	69,2%	-1034,0%	-7,7%	3,7%	7,8%	7,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Stopa wolna od ryzyka	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	85,3%	86,8%	88,6%	91,0%	93,4%	95,6%	98,1%	99,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	14,7%	13,2%	11,4%	9,0%	6,6%	4,4%	1,9%	1,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,8%	8,9%	9,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%

Źródło: BDM S.A.,

*NOPLAT obliczony na podstawie EBIT, kapitał obrotowy oczyszczony z wyceny zapasów (wycena zapasów ujęta jest w wyniku EBIT), EBIT LIFO podany dla celów porównawczych

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	37,6	40,0	43,0	46,8	51,6	58,0	67,0	80,5	103,1
	0,8	35,1	37,2	39,9	43,1	47,1	52,5	59,8	70,3	86,8
	0,9	32,8	34,7	37,0	39,8	43,3	47,7	53,7	62,0	74,6
	1,0	30,7	32,4	34,4	36,8	39,8	43,6	48,6	55,3	65,1
	1,1	28,8	30,3	32,1	34,2	36,8	40,0	44,1	49,7	57,4
	1,2	27,0	28,4	29,9	31,8	34,0	36,8	40,3	44,9	51,2
	1,3	25,4	26,6	28,0	29,6	31,6	34,0	37,0	40,8	46,0

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		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	40,3	43,1	46,6	51,0	56,7	64,6	75,9	93,7	125,8
	4%	35,1	37,2	39,9	43,1	47,1	52,5	59,8	70,3	86,8
	5%	30,7	32,4	34,4	36,8	39,8	43,6	48,6	55,3	65,1
	6%	27,0	28,4	29,9	31,8	34,0	36,8	40,3	44,9	51,2
	7%	23,9	24,9	26,2	27,6	29,3	31,4	34,0	37,3	41,5
	8%	21,1	22,0	23,0	24,1	25,5	27,1	29,0	31,4	34,4
	9%	18,7	19,4	20,2	21,1	22,2	23,5	24,9	26,7	29,0

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%	68,3	64,0	60,2	56,7	53,6	50,7	48,0	45,5	43,3
	4%	59,0	54,6	50,7	47,1	44,0	41,1	38,6	36,2	34,0
	5%	51,6	47,1	43,3	39,8	36,8	34,0	31,6	29,3	27,3
	6%	45,5	41,1	37,3	34,0	31,1	28,5	26,2	24,1	22,2
	7%	40,5	36,2	32,5	29,3	26,5	24,1	21,9	19,9	18,2
	8%	36,2	32,0	28,5	25,5	22,8	20,5	18,4	16,6	14,9
	9%	32,5	28,5	25,1	22,2	19,7	17,5	15,5	13,8	12,3

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

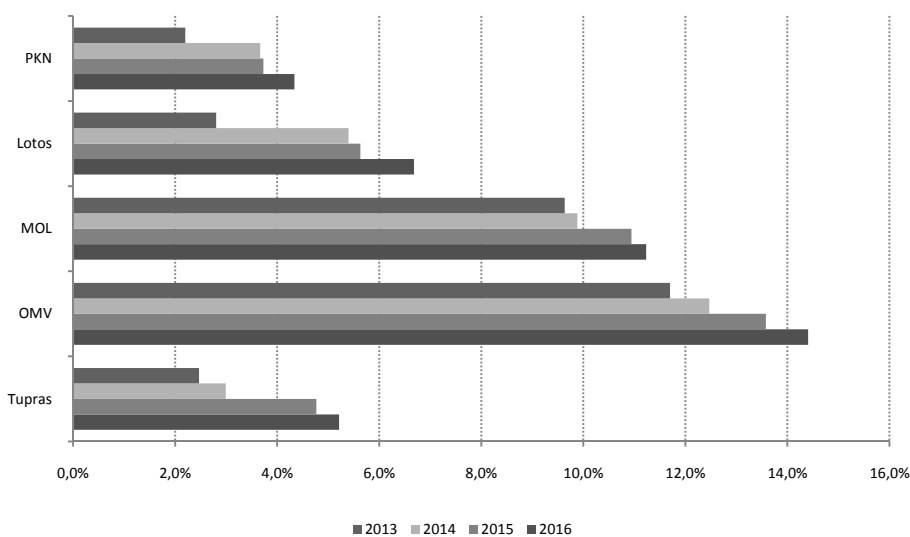
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2014-2016 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE. Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla każdego roku przyjęliśmy wagę równą 33%. Porównując wyniki PKN ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 13,4 mld PLN mln PLN, co odpowiada 31,3 PLN na jedną akcję. Ze względu na brak pełnej porównywalności PKN do innych spółek z branży (spółka nie posiada segmentu wydobywczego, posiada natomiast silnie rozwiniętą petrochemię) przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%. Zwracamy uwagę, że spółki o dużej kontrybucji upstream'u do wyniku operacyjnego są wyceniane wyraźnie niżej niż spółki oparte na downstreamie. Spółka jest wyceniana z premią do grupy porównawczej na wskaźniku EV/EBITDA i P/E.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Lotos (Polska)	8,8	8,0	7,0	6,6	6,2	4,9
MOL (Węgry)	8,7	7,7	7,9	3,4	3,2	3,1
OMV (Austria)	8,0	7,5	7,0	2,9	2,7	2,6
Tupras-Turkiye (Turcja)	8,5	8,1	7,5	11,4	6,4	5,8
Mediana	8,6	7,9	7,3	5,0	4,7	4,0
PKN Orlen	15,2	13,8	10,9	5,5	5,3	4,3
Premia/dyskonto	77,2%	75,3%	50,7%	9,6%	13,3%	7,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	23,8	24,0	27,9	37,3	36,0	38,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	25,2			37,5		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	31,3					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A.

WYNIKI KWARTALNE

Wyniki skonsolidowane za 4Q'13

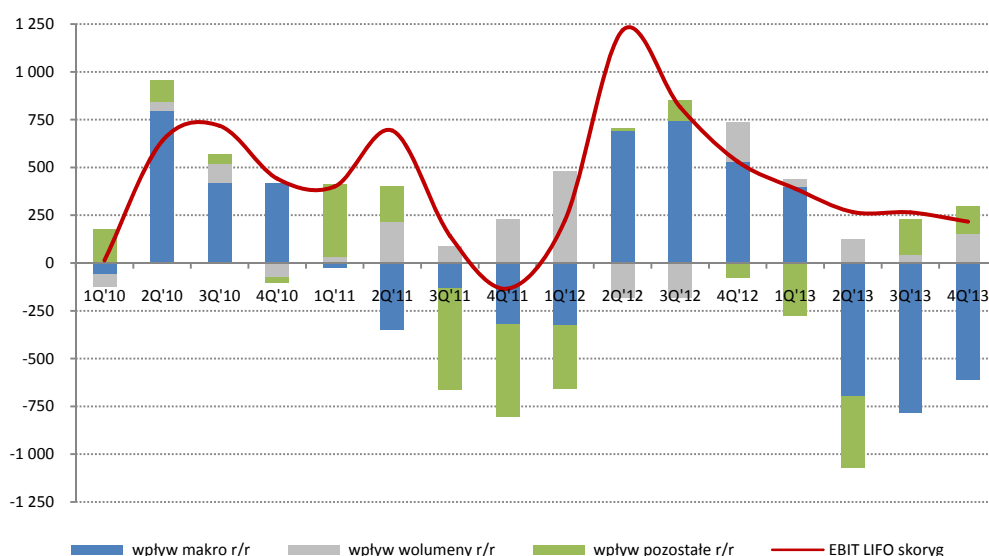
	4Q'12	4Q'13	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	31 254	27 678	-11,4%	120 102	113 853	-5,2%
EBITDA	-162	68	-	4 284	2 503	-41,6%
EBITDA LIFO	351	606	72,7%	4 459	3 171	-28,9%
EBITDA LIFO skoryg	1 107	774	-30,1%	5 047	3 311	-34,4%
EBIT	-738	-488	-33,9%	2 024	333	-83,6%
EBIT LIFO	-225	50	-	2 199	1 001	-54,5%
EBIT LIFO skoryg	531	218	-59,0%	2 787	1 141	-59,1%
Zysk (strata) brutto	-673	-495	-26,4%	2 624	178	-93,2%
Zysk (strata) netto*	-276	-421	52,5%	2 345	176	-92,5%
Marża EBITDA	-0,5%	0,2%		3,6%	2,2%	
Marża EBITDA LIFO	1,1%	2,2%		3,7%	2,8%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	3,5%	2,8%		4,2%	2,9%	
Marża EBIT	-2,4%	-1,8%		1,7%	0,3%	
Marża zysku netto	-0,9%	-1,5%		2,0%	0,2%	

Źródło: BDM S.A., spółka, *dla akcjonariuszy jednostki dominującej

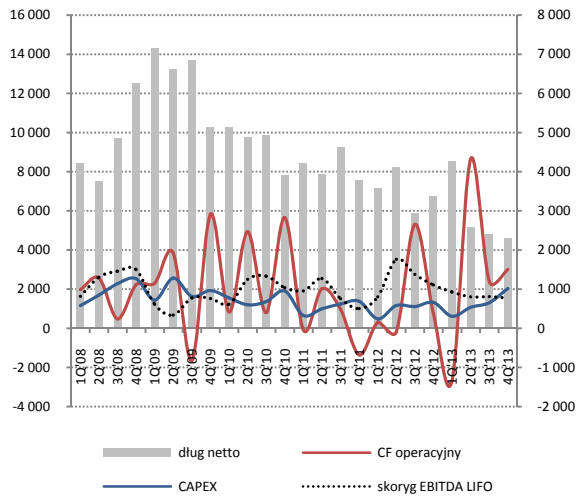
Okres 4Q'13 był w ujęciu skonsolidowanym kolejnym słabym okresem dla PKN Orlen. Skorygowana o zdarzenia jednorazowe EBITDA LIFO spadła do zaledwie 774 mln PLN (-30% r/r). Główną przyczyną są słabe marże rafineryjne, które przełożyły się na wypracowanie 233 mln PLN EBITDA LIFO (bez zdarzeń jednorazowych, które obciążały segment kwotą -182 mln PLN). Bardzo dobrze wypadł z kolei detal, który zarobił 324 mln PLN na poziomie EBITDA (+71% r/r) i skorzystał na poprawie sytuacji gospodarczej oraz walce z szarą strefą. Dług netto na koniec 2013 roku wyniósł 4,6 mld PLN, co oznacza spadek o 2,1 mld PLN w ujęciu rocznym – spółka wydłużyła średnie terminy płatności przy spadku wartości zapasów.

Założona w strategii 2013-17 średnia skonsolidowana EBITDA LIFO ma wynieść 6,3 mld PLN, podczas gdy w 2013 roku sięgnęła jedynie 3,3 mld PLN (bez one-off'ów). Wyniki petrochemii i detalu za 2013 rok są najwyższe w ostatnich latach, głównym problem spółki jest segment rafineryjny, który cierpi przez niskie marże w Europie (nadpodaż mocy, nowe rynki importowe). Jest to jednocześnie największe pole do poprawy wyników w spółce w 2014 roku, ale także ryzyko kolejnych odpisów na aktywach (szczególnie zagranicznych).

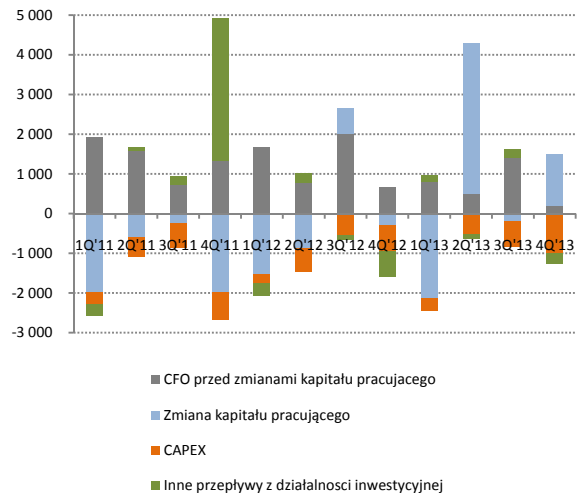
Wpływ (r/r) poszczególnych czynników na skorygowany* wynik EBIT LIFO



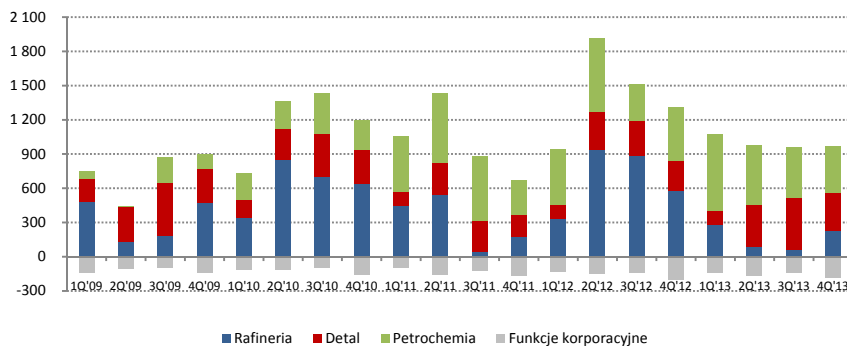
Źródło: BDM S.A., spółka, *skorygowany o saldo pozostałej działalności operacyjnej

Zadłużenie netto oraz przepływy z działalności operacyjnej i CAPEX [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

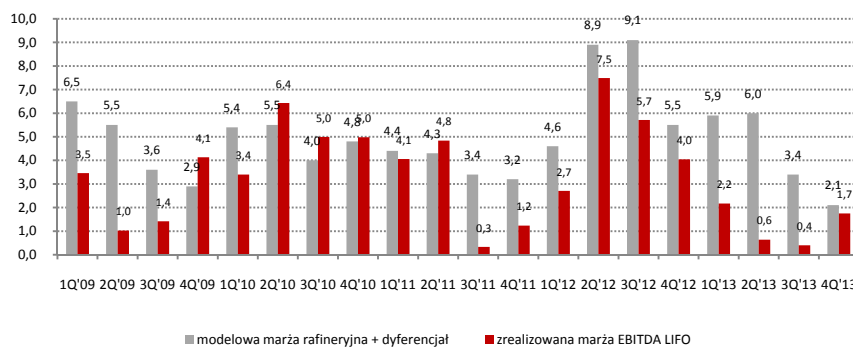
Przepływy z działalności operacyjnej


Źródło: BDM S.A., spółka

Kontrybucja segmentów do oczyszczonego wyniku EBITDA LIFO [mln PLN]


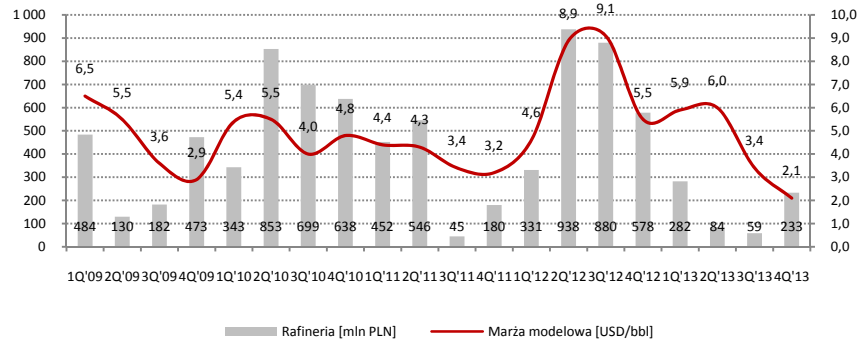
Źródło: BDM S.A., spółka

Największą kontrybucję do oczyszczonego wyniku EBITDA LIFO miał segment petrochemiczny. Niewiele obecnie ustępuje mu sprzedaż na stacjach paliw. Słabo kolejny raz wypadła rafineria - dodatkowo większość wyniku EBITDA LIFO została wygenerowana na bazie rozpoznanie starych „tanich” warstw zapasów ropy (efekt czysto księgowy).

Zrealizowana marża EBITDA LIFO w segmencie rafineryjnym na tle benchmarku [USD/bbl]


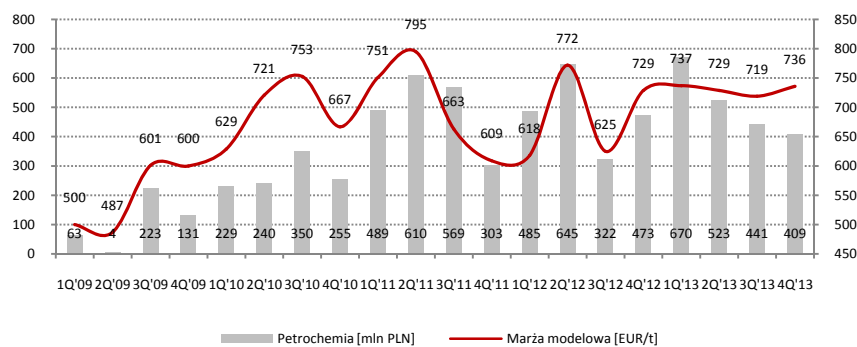
Źródło: BDM S.A., spółka

Oczyszczona EBITDA LIFO segmentu rafineryjnego vs marża modelowa z dyferencjałem [mln PLN]



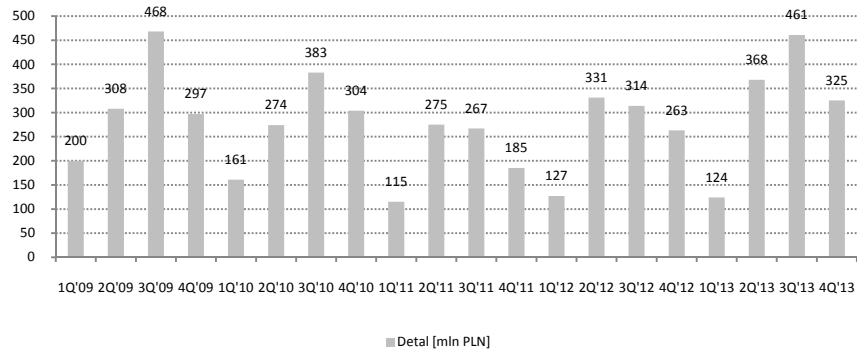
Źródło: BDM S.A., spółka

Oczyszczona EBITDA LIFO petrochemii [mln PLN] a marża modelowa [EUR/t]



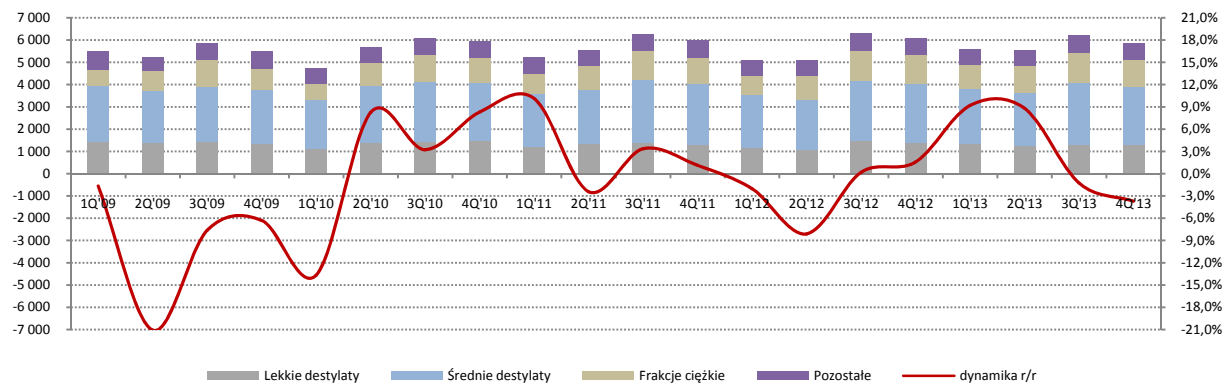
Źródło: BDM S.A., spółka

Oczyszczona EBITDA segmentu detalicznego [mln PLN]



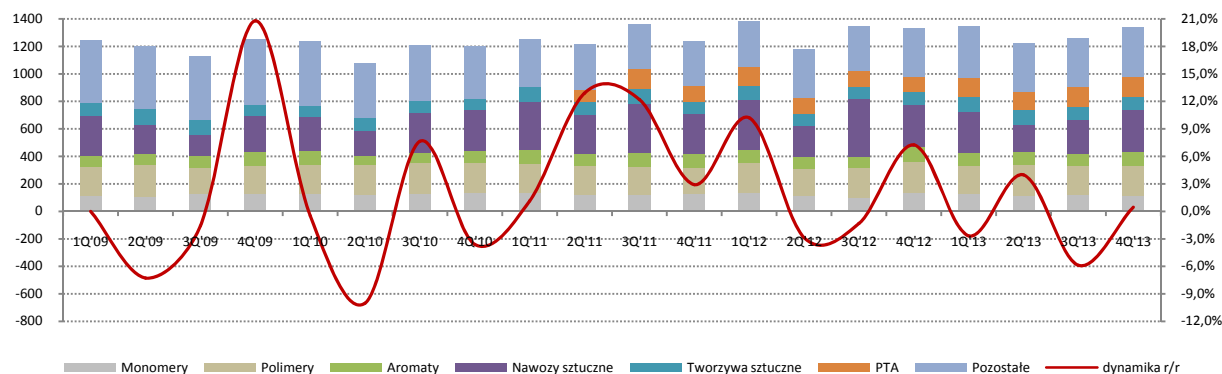
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura sprzedaży segmentu rafineryjnego [tys t]



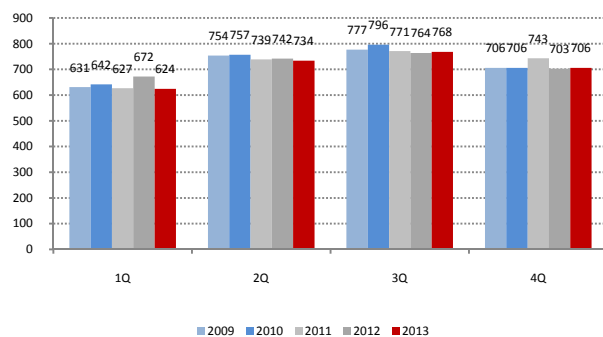
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura sprzedaży segmentu petrochemicznego [tys t]

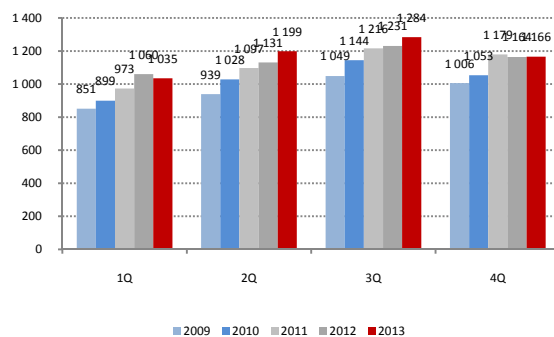


Źródło: BDM S.A., spółka

Detal: lekkie destylaty - sprzedaż [tys t]

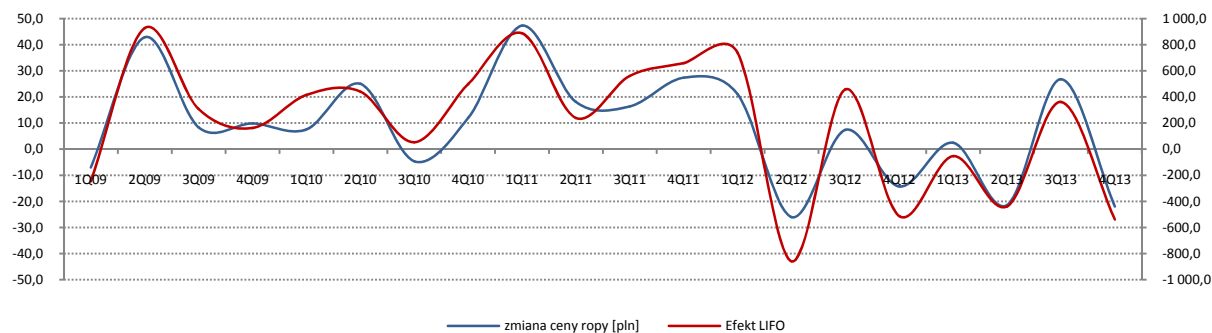


Detal: średnie destylaty - sprzedaż [tys t]



Źródło: BDM S.A., spółka

Efekt LIFO [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane [mln PLN]

	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13
Dated Brent FOB	76,9	86,5	105,4	117,0	113,4	109,4	118,6	108,3	109,5	110,1	112,5	102,4	110,3	109,3
Ural CIF Rotterdam	76,0	85,0	102,5	114,1	112,7	109,1	117,3	106,2	108,8	109,0	110,7	101,7	110,2	107,9
Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl]	0,9	1,5	2,9	2,9	0,7	0,3	1,3	2,1	0,7	1,1	1,8	0,7	0,1	1,4
Modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]*	3,1	3,3	1,5	1,4	2,7	2,9	3,3	6,8	8,4	4,4	4,1	5,3	3,3	0,7
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	753	667	751	795	663	609	618	772	625	729	737	729	719	736
USD/PLN średni	3,1	2,9	2,9	2,8	2,9	3,3	3,2	3,3	3,3	3,2	3,1	3,2	3,2	3,1
USD/PLN [eop]	2,9	3,0	2,8	2,8	3,3	3,4	3,1	3,4	3,2	3,1	3,3	3,3	3,1	3,0
Przerób ropy [tys t]	7 406	7 542	6 423	6 765	7 418	7 179	6 656	6 362	7 431	7 491	7 003	6 663	7 461	7 088
Wykorzystanie mocy:														
Płock	97%	100%	87%	85%	97%	94%	90%	94%	92%	97%	86%	89%	100%	97%
Czechy	93%	90%	69%	87%	74%	79%	71%	79%	93%	86%	80%	80%	80%	81%
Litwa	97%	100%	85%	83%	96%	90%	79%	57%	100%	98%	98%	80%	92%	83%
Sprzedaż produktów [tys t]	9 227	8 888	8 070	8 597	9 626	9 153	8 224	8 149	9 627	9 283	8 584	8 705	9 526	9 069
Rafineria	6 075	5 925	5 217	5 545	6 279	5 992	5 111	5 095	6 290	6 087	5 581	5 544	6 211	5 862
Detal	1 940	1 759	1 600	1 836	1 987	1 922	1 732	1 873	1 995	1 867	1 659	1 933	2 052	1 872
Petrochemia	1 212	1 204	1 253	1 216	1 360	1 239	1 381	1 181	1 342	1 329	1 344	1 228	1 263	1 335
Przychody	22 106	22 933	22 674	25 641	28 682	29 974	29 247	27 955	31 654	31 244	27 471	28 311	30 392	27 678
Rafineria	11 803	13 022	12 302	13 682	15 727	16 764	16 063	14 289	17 785	17 738	15 044	15 166	16 443	14 813
Detal	7 466	7 001	6 939	8 407	9 103	9 589	8 916	9 772	10 128	9 324	8 167	9 273	10 101	8 920
Petrochemia	2 816	2 902	3 412	3 527	3 819	3 554	4 246	3 861	3 709	4 153	4 241	3 857	3 833	3 906
Upstream	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	16
Funkcje korporacyjne	21	8	21	25	33	67	22	32	32	29	19	14	15	23
EBIT	789	747	1 339	1 009	778	-1 061	939	375	1 448	-738	341	-137	617	-489
EBIT LIFO	736	248	450	770	216	-1 720	201	1 234	990	-225	394	302	255	49
Rafineria	462	610	1 028	510	335	229	732	-66	1 136	-875	-34	-562	143	-727
Rafineria LIFO	402	141	185	303	-215	-412	48	683	739	-388	35	-150	-185	-192
Detal	309	224	27	192	181	26	26	252	271	98	37	282	361	235
Petrochemia	142	117	384	521	367	-1 260	346	379	213	267	512	323	250	229
Petrochemia LIFO	149	87	338	489	355	-1 278	292	489	152	293	496	350	216	232
Upstream	0	0	0	0	0	0	-5	-6	0	-9	-6	-4	-10	-18
Funkcje korporacyjne	-124	-204	-100	-214	-105	-56	-160	-184	-172	-219	-168	-176	-127	-208
zdarzenia jednorazowe	18	-194	49	77	74	-1 586	-23	16	174	-756	5	35	-10	-168
EBIT LIFO adj**	718	442	401	693	142	-134	224	1 218	816	531	389	267	265	217
marża	3,2%	1,9%	1,8%	2,7%	0,5%	-0,4%	0,8%	4,4%	2,6%	1,7%	1,4%	0,9%	0,9%	0,8%
Amortyzacja	614	596	554	577	614	635	579	543	562	576	538	535	541	556
EBITDA	1 403	1 343	1 893	1 586	1 392	-426	1 518	918	2 010	-162	879	398	1 158	67
EBITDA LIFO adj**	1 332	1 038	955	1 270	756	501	803	1 761	1 378	1 107	927	802	806	773
marża	6,0%	4,5%	4,2%	5,0%	2,6%	1,7%	2,7%	6,3%	4,4%	3,5%	3,4%	2,8%	2,7%	2,8%
Rafineria	699	638	452	546	45	180	331	938	880	578	282	84	59	233
Detal	383	304	115	275	267	185	127	331	314	263	124	368	461	325
Petrochemia	350	255	489	610	569	303	485	645	322	473	670	523	441	409
Upstream	0	0	0	0	0	0	-4	-6	0	-9	-5	-4	-10	-7
Funkcje korporacyjne	-100	-159	-101	-161	-125	-167	-136	-147	-138	-199	-144	-169	-145	-187
Zysk brutto	1 463	698	1 375	1 119	-288	1 808	1 532	98	1 667	-673	116	-264	821	-496
Zysk netto***	1 258	544	1 148	918	-249	197	1 244	-40	1 417	-451	145	-229	652	-479
Dług netto*	9 876	7 847	8 456	7 884	9 280	7 589	7 146	8 215	5 873	6 762	8 563	5 171	4 823	4 621
Dług netto/EBITDA LIFO adj	2,5	1,9	1,8	1,7	2,3	2,2	2,1	2,1	1,3	1,3	1,7	1,2	1,3	1,4

Źródło: BDM S.A., spółka, *bez dyferencjatu, **wynik oczyszczony o LIFO oraz wpływ zdarzeń jednorazowych, *** bez wyłączenia zysków (strat) mniejszości

Wolumen sprzedaży wg segmentów [tys ton]

	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13
Rafineria	6 075	5 925	5 217	5 545	6 279	5 992	5 111	5 095	6 290	6 087	5 581	5 544	6 211	5 862
Lekkie destylaty	1 447	1 472	1 225	1 330	1 416	1 326	1 166	1 089	1 480	1 389	1 336	1 245	1 333	1 316
Średnie destylaty	2 687	2 619	2 343	2 456	2 789	2 710	2 381	2 221	2 704	2 651	2 475	2 409	2 747	2 609
Frakcje ciężkie	1 182	1 106	931	1 057	1 319	1 180	863	1 083	1 318	1 291	1 061	1 213	1 352	1 187
Pozostałe	759	728	718	702	755	776	701	702	788	756	709	677	779	750
zmiana r/r														
Lekkie destylaty	-0,3%	7,8%	7,9%	-5,3%	-2,1%	-9,9%	-4,8%	-18,1%	4,5%	4,8%	14,6%	14,3%	-9,9%	-5,3%
Średnie destylaty	10,1%	7,4%	7,2%	-3,3%	3,8%	3,5%	1,6%	-9,6%	-3,0%	-2,2%	3,9%	8,5%	1,6%	-1,6%
Frakcje ciężkie	-4,7%	23,2%	25,1%	0,3%	11,6%	6,7%	-7,3%	2,5%	-0,1%	9,4%	22,9%	12,0%	2,6%	-8,1%
Pozostałe	0,8%	-5,5%	6,7%	2,3%	-0,5%	6,6%	-2,4%	0,0%	4,4%	-2,6%	1,1%	-3,6%	-1,1%	-0,8%
Detal	1 940	1 759	1 600	1 836	1 987	1 922	1 732	1 873	1 995	1 867	1 659	1 933	2 052	1 872
Lekkie destylaty	796	706	627	739	771	743	672	742	764	703	624	734	768	706
Średnie destylaty	1 144	1 053	973	1 097	1 216	1 179	1 060	1 131	1 231	1 164	1 035	1 199	1 284	1 166
zmiana r/r														
Lekkie destylaty	2,4%	0,0%	-2,3%	-2,4%	-3,1%	5,2%	7,2%	0,4%	-0,9%	-5,4%	-7,1%	-1,1%	0,5%	0,4%
Średnie destylaty	9,1%	4,7%	8,2%	6,7%	6,3%	12,0%	8,9%	3,1%	1,2%	-1,3%	-2,4%	6,0%	4,3%	0,2%
Petrochemia	1 212	1 204	1 253	1 216	1 360	1 239	1 381	1 181	1 342	1 329	1 344	1 228	1 263	1 335
Monomery	130	132	135	117	120	127	135	116	100	133	129	114	122	113
Polimery	220	224	214	211	204	190	218	194	213	229	201	230	209	218
Aromaty	77	85	98	93	100	104	92	88	86	106	100	88	87	106
Nawozy sztuczne	293	302	355	281	363	290	367	225	420	305	291	197	244	302
Tworzywa sztuczne	88	76	103	97	109	87	99	84	88	98	114	109	100	100
PTA	0	0	1	83	139	113	141	119	115	109	137	134	146	139
Pozostałe	404	385	347	334	325	328	329	355	320	349	372	356	355	357
zmiana r/r														
Monomery	2,4%	3,9%	4,7%	-4,1%	-7,7%	-3,8%	0,0%	-0,9%	-16,7%	4,7%	-4,4%	-1,7%	22,0%	-15,0%
Polimery	16,4%	7,2%	0,9%	-4,1%	-7,3%	-15,2%	1,9%	-8,1%	4,4%	20,5%	-7,8%	18,6%	-1,9%	-4,8%
Aromaty	-15,4%	-10,5%	1,0%	40,9%	29,9%	22,4%	-6,1%	-5,4%	-14,0%	1,9%	8,7%	0,0%	1,2%	0,0%
Nawozy sztuczne	98,0%	13,5%	41,4%	59,7%	23,9%	-4,0%	3,4%	-19,9%	15,7%	5,2%	-20,7%	-12,4%	-41,9%	-1,0%
Tworzywa sztuczne	-20,7%	-1,3%	32,1%	2,1%	23,9%	14,5%	-3,9%	-13,4%	-19,3%	12,6%	15,2%	29,8%	13,6%	2,0%
PTA	-	-	-	-	-	-	-	43,4%	-17,3%	-3,5%	-2,8%	12,6%	27,0%	27,5%
Pozostałe	-12,2%	-18,9%	-26,5%	-16,1%	-19,6%	-14,8%	-5,2%	6,3%	-1,5%	6,4%	13,1%	0,3%	10,9%	2,3%

Źródło: BDM S.A., spółka

Wyniki jednostkowe PKN [mln PLN]

	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2010	2011	2012	2013
Przychody	16 756	18 973	21 364	21 944	22 135	19 267	23 375	23 571	20 205	20 709	22 986	20 141	62 215	79 037	88 348	84 041
EBITDA LIFO	576	668	338	483	480	1 200	695	574	547	-438	1 181	629	2 553	2 065	2 949	1 919
EBIT LIFO	363	432	69	210	217	933	434	309	296	-688	925	365	1 681	1 074	1 893	898
EBITDA	1 153	947	938	1 132	933	820	941	173	490	178	687	122	3 629	4 170	2 867	1 477
EBIT	940	711	669	859	670	553	680	-92	239	-72	431	-142	2 757	3 179	1 811	456
netto	909	1 054	-851	2 158	1 356	125	1 036	-390	16	-48	722	-71	2 357	3 270	2 127	619

Źródło: BDM S.A., *dane z prezentacji (uwzględniają korekty na potrzeby konsolidacji)

Wyniki jednostkowe Unipetrol [mln PLN]*

	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2010	2011	2012	2013
Przychody	3 738	4 225	4 079	4 257	4 290	4 574	4 695	4 299	4 029	4 014	4 085	3 934	13 653	16 299	17 858	16 062
EBITDA LIFO	127	176	84	-935	11	241	203	-532	71	108	36	38	648	-548	-77	253
EBIT LIFO	-8	40	-48	-1 072	-119	134	86	-644	-26	15	-56	-60	36	-1 088	-543	-127
EBITDA	222	166	84	-896	122	40	278	-586	88	1	119	35	806	-424	-146	243
EBIT	87	30	-48	-1 033	-8	-67	161	-698	-9	-92	27	-63	194	-964	-612	-137
netto	75	0	-23	-1 030	-58	-112	115	-465	-19	-62	-16	-104	116	-978	-520	-201

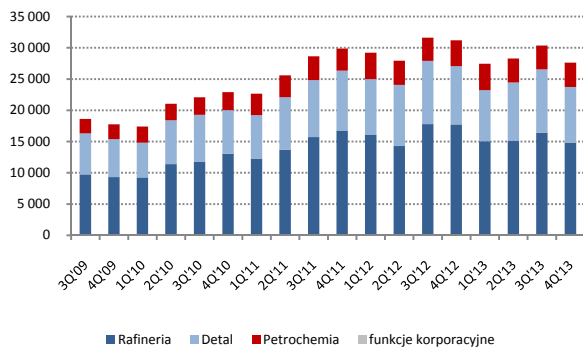
Źródło: BDM S.A., *dane z prezentacji (uwzględniają korekty na potrzeby konsolidacji)

Wyniki jednostkowe Orlen Lietuva [mln PLN]*

	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2010	2011	2012	2013
Przychody	5 077	5 764	6 497	6 872	6 241	4 738	7 671	7 481	7 101	5 541	6 865	5 937	17 615	24 210	26 131	25 444
EBITDA LIFO	-2	140	25	-71	14	72	327	169	124	9	-16	-140	65	92	582	-23
EBIT LIFO	-104	42	-77	-180	-80	-7	238	72	31	-87	-111	-231	-432	-319	223	-398
EBITDA	202	102	-29	-97	167	-190	462	127	106	-42	39	-169	216	178	566	-66
EBIT	100	4	-131	-206	73	-269	373	30	13	-138	-56	-260	-281	-233	207	-441
netto	104	-6	-167	-220	83	-324	272	84	-32	-114	-47	-223	-356	-289	115	-416

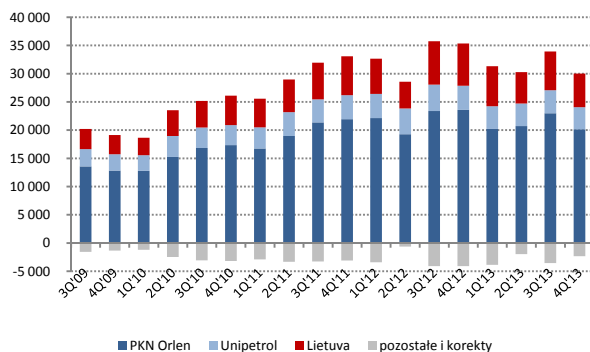
Źródło: BDM S.A., *dane z prezentacji (uwzględniają korekty na potrzeby konsolidacji)

Przychody ze sprzedaży zewnętrznej grupa Orlen [mln PLN]



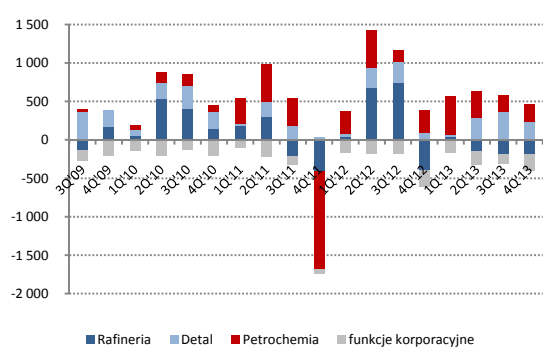
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody ze sprzedaży grupa Orlen [mln PLN]



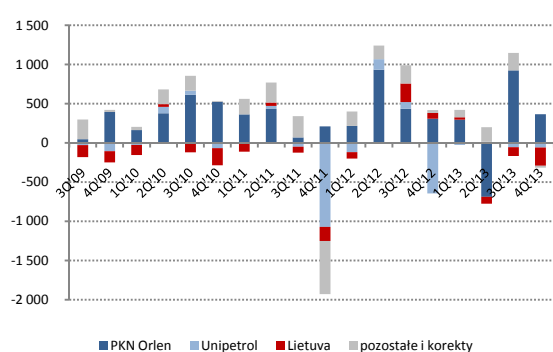
Źródło: BDM S.A., spółka

EBIT LIFO grupa Orlen [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBIT LIFO grupa Orlen [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

PROGNOZA WYNIKÓW

Prognoza wyników kwartalna 1Q'14-4Q'15 [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14P	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P	1Q'15P	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P
Dated Brent FOB	112,5	102,4	110,3	109,3	107,9	107,5	106,2	104,7	103,6	102,4	101,3	100,2
Ural CIF Rotterdam	110,7	101,7	110,2	107,9	106,4	106,6	105,7	103,7	101,9	101,5	100,8	99,2
Dyferencjał Brent - Ural	1,8	0,7	0,1	1,4	1,4	1,0	0,5	1,0	1,7	0,9	0,5	1,0
Modelowa marża rafineryjna	4,1	5,3	3,3	0,7	1,0	4,6	4,8	3,2	2,9	5,5	5,5	3,6
Modelowa marża petrochem	737	729	719	736	754	751	739	741	776	768	712	720
USD/PLN średni	3,1	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0
USD/PLN [eop]	3,3	3,3	3,1	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Przychody	27 471	28 311	30 392	27 678	25 184	29 143	30 729	29 125	26 403	28 082	29 639	27 762
Rafineria	15 044	15 166	16 443	14 813	13 157	15 068	16 525	15 673	14 328	14 259	15 655	14 639
Detal	8 167	9 273	10 101	8 920	7 964	10 006	10 242	9 457	8 108	9 924	10 230	9 363
Petrochemia	4 241	3 857	3 833	3 906	3 975	3 980	3 864	3 884	3 862	3 792	3 640	3 630
Upstream	0	1	0	16	69	75	83	88	86	93	98	107
Funkcje korporacyjne	19	14	15	23	19	14	15	23	19	14	15	23
EBIT	341	-137	617	-489	211	564	598	558	57	550	681	538
EBIT LIFO	394	302	255	49	356	459	655	577	429	572	727	644
Rafineria	-34	-562	143	-727	-112	75	65	200	-284	34	139	174
Rafineria LIFO	35	-150	-185	-192	25	-25	120	219	69	55	184	275
Detal	37	282	361	235	117	317	395	266	124	320	403	269
Petrochemia	512	323	250	229	366	354	291	284	360	359	275	267
Petrochemia LIFO	496	350	216	232	374	349	293	285	378	360	277	273
Upstream	-6	-4	-10	-18	16	19	24	27	34	37	41	47
Funkcje korporacyjne	-168	-176	-127	-208	-176	-201	-177	-219	-176	-201	-177	-219
zdarzenia jednorazowe	5	35	-10	-168	80	0	0	0	0	0	0	0
EBIT LIFO adj*	389	267	265	217	276	459	655	577	429	572	727	644
marża	1,4%	0,9%	0,9%	0,8%	1,1%	1,6%	2,1%	2,0%	1,6%	2,0%	2,5%	2,3%
Amortyzacja	538	535	541	556	577	579	582	583	583	586	588	591
EBITDA	879	398	1 158	67	788	1 143	1 179	1 141	641	1 136	1 268	1 129
EBITDA LIFO adj*	927	802	806	773	852	1 038	1 237	1 161	1 012	1 157	1 315	1 235
marża	3,4%	2,8%	2,7%	2,8%	3,4%	3,6%	4,0%	4,0%	3,8%	4,1%	4,4%	4,4%
Rafineria	282	84	59	233	190	220	365	464	314	300	429	520
Detal	124	368	461	325	206	407	485	356	214	411	493	360
Petrochemia	670	523	441	409	562	537	481	473	566	548	465	461
Upstream	-5	-4	-10	-7	39	44	51	55	62	67	73	82
Funkcje korporacyjne	-144	-169	-145	-187	-144	-169	-145	-187	-144	-169	-145	-187

Źródło: BDM S.A. *wynik oczyszczony o LIFO oraz saldo pozostałej działalności operacyjnej

Wstępnie w 1Q'14 spodziewamy się nieco gorszego r/r oczyszczonego wyniku EBITDA LIFO: słabszy wynik w rafinerii i petrochemii, lepszy w detalu plus konsolidacja TriOil (poziom raportowany powinien być porównywalny r/r ze względu na pozytywny wynik na nabyciu udziałów w Czechach). Początek roku nie przynosi poprawy sytuacji w obszarze przerobu ropy. Zarówno marże na produktach jak i dyferencjał są niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Nieco lepiej wygląda sytuacja w segmencie petrochemicznym (marża modelowa +31 EUR/t r/r po I-II'14), aczkolwiek pod presją znajdują się ceny PX/PTA (marża modelowa spółki uwzględnia jedynie łańcuch poliolefin). Kontrybucję instalacji PX/PTA do wyników segmentu petrochemicznego na poziomie EBITDA w 2013 roku szacujemy na około 30%.

W kolejnych kwartałach zakładamy poprawę w segmencie rafineryjnym (w 2Q'14 marża nieco poniżej 2Q'13, w kolejnym kwartale powyżej roku wcześniejszego). Kwartałne marże przerobowe na Brent w Europie spadły w ostatnich dwóch kwartałach poniżej najgorszych poziomów z 2009 roku, co uważamy jest nie do utrzymania dla wielu podmiotów. Sezonowo okres 2-3Q przynosi poprawę ze względu na okresy remontów (wiosna, jesień) oraz szczyt sezonu transportowego. Brak scenariusza poprawy rentowności biznesu rafineryjnego niesie główne ryzyko dla naszych prognoz. Uważamy, że w średnim terminie potencjał do strukturalnego wzrostu marż, szczególnie w Europie, jest ograniczony ze względu na planowane wzrosty mocy produkcyjnych (szczególnie w Azji i na Bliskim Wschodzie z nastawieniem na zaspokojenie rynków lokalnych oraz eksport do UE i USA) i ograniczanie zużycia paliw w gospodarkach rozwiniętych. Możliwe są natomiast krótkoterminowe okresy poprawy rentowności rafinerii na bazie nadzwyczajnych zakłóceń po stronie podaży (okresy huraganów w USA, awarie).

W sumie 2014 roku spodziewamy się poprawy EBITDA LIFO do 4,3 mld PLN (poziom zbliżony do aktualnego konsensusu rynkowego, ale jednocześnie niżej niż przyjmowaliśmy pół roku temu): 1) zakładamy lepszy wynik segmentu rafineryjnego w 2-4Q'14 w stosunku do fatalnego analogicznego okresu w 2013 (kiedy spółka miała w sumie -342 mln PLN oczyszczonej straty EBIT LIFO), 2) przyjmujemy pozytywną kontrybucję ze strony detalu (lepsza sytuacja makro) oraz upstreamu (konsolidacja TriOil, która powinna dodać około 0,2 mld PLN EBITDA), 3) w przypadku petrochemii spodziewamy się utrzymania wyniku (lepsza marża modelowa, słabszy rynek PX/PTA; jako średnioterminowe ryzyko dla globalnego bilansu popyt/podaż w petrochemii postrzegamy coraz większe problemy Chin a w dłuższym terminie rozbudowę mocy w USA w oparciu o tani gaz). Zwracamy uwagę, że przy utrzymaniu słabego otoczenia makro w rafinerii zarząd nie wyklucza aktualizacji strategii. Może to za sobą pociągnąć konieczność dokonania odpisów na aktywach.

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego modelu [mln PLN]

	2013			2014P			2015P		
	poprzednio	rzeczywisty	różnica	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Przychody	111 839	113 853	1,8%	113 592	114 181	0,5%	110 244	111 885	1,5%
EBITDA	3 294	2 503	-24,0%	3 860	4 252	10,1%	4 896	4 174	-14,8%
EBITDA LIFO	3 357	3 171	-5,5%	4 609	4 368	-5,2%	5 058	4 720	-6,7%
EBITDA LIFO skoryg*	3 317	3 311	-0,2%	4 609	4 288	-7,0%	5 058	4 720	-6,7%
EBIT	1 137	333	-70,7%	1 607	1 931	20,2%	2 639	1 826	-30,8%
Zysk brutto	733	178	-75,7%	1 393	1 534	10,1%	2 414	1 694	-29,8%
Zysk netto	557	176	-68,4%	1 064	1 183	11,2%	1 885	1 306	-30,7%
Marża EBITDA	2,95%	2,20%		3,40%	3,72%		4,44%	3,73%	
Marża EBIT	1,02%	0,29%		1,41%	1,69%		2,39%	1,63%	
Marża zysku netto	0,50%	0,15%		0,94%	1,04%		1,71%	1,17%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wynik oczyszczony o saldo pozostałej działalności operacyjnej - najbardziej wg nas miarodajny wynik, pozostałe pozycje RZIS są zaburzone przez zmieniające się założenia dla cen ropy i walut

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2014 kons 2014 BDM odchylenie			2015 kons 2015 BDM odchylenie		
Przychody ze sprzedaży	114 363	114 181	-0,2%	113 666	111 885	-1,6%
EBITDA	3 993	4 252	6,5%	4 356	4 174*	-4,2%
EBIT	1 812	1 931	6,6%	2 148	1 826*	-15,0%
Zysk netto	1 247	1 183	-5,1%	1 609	1 306*	-18,8%
Dług netto	7 093	5 321	-25,0%	6 749	4 085	-39,5%
Amortyzacja	2 181	2 321	6,4%	2 208	2 347	6,3%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus), *negatywny wpływ efektu wyceny zapasów na poziomie -0,5 mld PLN

Prognozy EBITDA w rekomendacjach dla PKN Orlen [mld PLN]

Lp.	EBITDA	data
1	4,30	2014-03-24
2	4,95	2014-03-15
3	3,08	2014-03-12
4	4,28	2014-03-03
5	4,19	2014-02-24
6	4,50	2014-02-20
7	3,05	2014-02-19
8	3,62	2014-02-13
9	4,20	2014-02-07
10	2,61	2014-02-04
11	4,17	2014-01-31
12	4,16	2014-01-27
13	4,28	2014-01-24
14	4,16	2014-01-24
15	4,34	2014-01-21

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognoza podstawowych danych

Podstawowe dane:	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Brent [usd/bbl]	61,4	79,5	111,3	111,6	108,6	106,6	101,9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ural [usd/bbl]	60,6	78,1	109,6	110,3	107,6	105,6	100,8	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0
Dyferencjał [usd/bbl]	0,8	1,4	1,7	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafinerijna [USD/bbl]*	3,8	3,5	2,1	5,7	3,4	3,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	547	693	705	686	730	746	744	731	731	731	730	730	729	729	728
USD/PLN (średni)	3,12	3,02	2,96	3,26	3,16	3,10	3,04	2,96	2,93	2,89	2,85	2,81	2,81	2,81	2,81
USD/PLN (eop)	2,85	2,96	3,42	3,10	3,01	3,15	3,04	2,96	2,93	2,89	2,85	2,81	2,81	2,81	2,81
EUR/PLN (średni)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,20	4,10	4,00	3,95	3,90	3,85	3,80	3,80	3,80	3,80
EUR/USD (średni)	1,39	1,33	1,39	1,28	1,33	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Cena gazu [PLN/1000m3]	1 252	1 252	1 252	1 252	1 252	1 265	1 184	1 134	1 120	1 105	1 091	1 077	1 077	1 077	1 077
Cena produktów raf. [USD/t]:															
Benzyna	591	741	985	1 037	987	961	928	912	911	911	910	910	909	909	909
ON	537	696	964	985	943	935	904	888	888	888	888	888	888	888	888
COO	345	442	610	631	592	581	562	553	555	557	557	557	557	557	557
Benzyna surowa	532	712	931	936	901	898	863	849	849	849	849	849	849	849	849
Marża na produktach [USD/t]**:															
Benzyna	123	139	144	189	163	155	156	155	154	154	153	153	152	152	152
ON	69	94	124	138	120	129	133	131	131	131	131	131	131	131	131
COO	-124	-160	-231	-217	-232	-226	-209	-204	-202	-200	-200	-200	-200	-200	-200
Cena produktów petchem. [EUR/t]:															
Etylen	590	822	988	1 037	1 010	922	910	894	893	892	891	890	889	888	887
Propylen	606	935	1 020	1 006	1 049	1 089	1 047	1 030	1 031	1 031	1 032	1 032	1 033	1 033	1 034
Benzen	507	749	837	1 015	996	979	879	865	865	865	865	865	865	865	865
PX	637	774	1 102	1 114	1 050	882	917	902	902	902	902	902	902	902	902
PCW	836	987	1 100	1 071	861	894	879	864	863	862	861	861	860	859	858

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, * nie uwzględnia dyferencjału, **cena z notowań NWE – Brent (1t = 7,57 bbl)

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przerób ropy [tys t]	28 083	27 785	27 940	28 215	28 197	29 009	28 435	29 080	29 080	29 080	28 435	29 080	29 098	29 108
Sprzedaż produktów [tys t]	34 177	35 446	35 283	35 884	36 144	37 112	36 863	37 720	37 949	38 152	37 781	38 572	38 814	39 056
Rafineria	22 420	23 033	22 583	23 198	23 206	23 893	23 358	23 919	23 901	23 882	23 287	23 845	23 846	23 839
Detal	7 025	7 345	7 467	7 516	7 727	7 990	8 264	8 548	8 795	9 016	9 241	9 473	9 714	9 963
Petrochemia	4 732	5 068	5 233	5 170	5 212	5 229	5 241	5 253	5 253	5 253	5 253	5 253	5 253	5 253
Przychody	83 549	106 971	120 100	113 852	114 181	111 885	108 861	111 175	111 352	111 342	110 032	112 395	113 536	114 699
Rafineria	45 480	58 475	65 875	61 466	60 423	58 880	55 206	55 891	55 212	54 480	52 445	53 736	53 767	53 780
Detal	27 037	34 038	38 140	36 461	37 669	37 625	38 076	39 680	40 720	41 626	42 535	43 605	44 713	45 861
Petrochemia	10 953	14 312	15 969	15 837	15 703	14 924	14 345	14 197	14 014	13 832	13 649	13 647	13 644	13 642
Energetyka	0	0	0	0	0	0	730	903	907	911	915	920	924	929
Upstream	0	0	1	17	315	384	432	433	428	422	417	417	417	417
Funkcje korporacyjne	79	146	115	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71
EBIT	3 123	2 065	2 024	332	1 931	1 826	2 234	2 473	2 553	2 559	2 569	2 710	2 785	2 862
EBIT LIFO	1 715	-284	2 200	1 000	2 047	2 372	2 407	2 551	2 625	2 625	2 635	2 712	2 787	2 864
Rafineria	2 481	2 102	927	-1 180	228	64	388	475	500	453	409	485	512	538
Rafineria LIFO	1 124	-139	1 082	-492	338	582	552	549	568	515	472	487	513	540
Detal	824	426	647	915	1 095	1 115	1 159	1 249	1 304	1 356	1 409	1 469	1 516	1 563
Petrochemia	486	12	1 205	1 314	1 295	1 261	1 189	1 195	1 187	1 178	1 169	1 170	1 168	1 166
Petrochemia LIFO	435	-96	1 226	1 294	1 300	1 289	1 197	1 199	1 190	1 181	1 172	1 170	1 168	1 166
Energetyka	0	0	0	0	0	0	87	146	158	170	183	186	190	194
Upstream	0	0	-20	-38	86	159	184	180	177	175	173	173	173	173
Funkcje korporacyjne	-668	-475	-735	-679	-773	-773	-773	-773	-773	-773	-773	-773	-773	-773
zdarzenia jednorazowe	-97	-1 386	-589	-138	80	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT LIFO adj*	1 812	1 102	2 789	1 138	1 967	2 372	2 407	2 551	2 625	2 625	2 635	2 712	2 787	2 864
marża	2,2%	1,0%	2,3%	1,0%	1,7%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%
Amortyzacja	2 423	2 380	2 260	2 170	2 321	2 347	2 447	2 451	2 452	2 484	2 516	2 517	2 517	2 518
EBITDA	5 546	4 445	4 284	2 502	4 252	4 174	4 681	4 924	5 005	5 043	5 085	5 227	5 302	5 380
EBITDA LIFO adj*	4 235	3 482	5 049	3 308	4 288	4 720	4 854	5 002	5 077	5 108	5 151	5 229	5 304	5 382
marża	5,1%	3,3%	4,2%	2,9%	3,8%	4,2%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Rafineria	2 533	1 223	2 727	658	1 238	1 562	1 532	1 529	1 548	1 528	1 518	1 533	1 560	1 587
Detal	1 122	842	1 035	1 278	1 454	1 478	1 526	1 620	1 677	1 730	1 784	1 845	1 891	1 940
Petrochemia	1 074	1 971	1 925	2 043	2 052	2 041	1 949	1 951	1 942	1 933	1 924	1 922	1 920	1 918
Energetyka	0	0	0	0	0	0	167	226	238	250	263	266	270	274
Upstream	0	0	-19	-26	189	283	324	320	316	312	308	308	308	308
Funkcje korporacyjne	-494	-554	-620	-645	-645	-645	-645	-645	-645	-645	-645	-645	-645	-645
Zysk brutto	3 070	2 792	2 624	178	1 534	1 694	2 118	2 363	2 489	2 532	2 579	2 742	2 847	2 951
Zysk netto**	2 371	2 363	2 345	176	1 183	1 306	1 648	1 844	1 945	1 980	2 017	2 148	2 232	2 315
Dług netto	7 939	7 686	6 762	4 621	5 321	4 085	2 215	507	-651	-1 784	-2 801	-3 776	-4 700	-5 590
Dług netto/EBITDA LIFO adj	1,9	2,2	1,3	1,4	1,2	0,9	0,5	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0

Źródło: BDM S.A. *wynik oczyszczony o efekt LIFO oraz saldo pozostałej działalności operacyjnej, **dla akcjonariuszy jedn. dominującej

DANE FINANSOWE

Bilans [mld PLN]	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	28,63	26,87	26,85	28,20	28,80	28,85	28,90	28,84	28,77	28,74	28,76	28,80	28,83
Wartości niematerialne i prawne	1,32	1,45	0,96	0,99	1,02	1,04	1,06	1,07	1,09	1,10	1,11	1,12	1,14
Rzeczowe aktywa trwałe	26,58	24,74	25,29	26,62	27,19	27,22	27,24	27,17	27,08	27,04	27,06	27,08	27,10
Pozostałe aktywa trwałe	0,73	0,68	0,60	0,59	0,59	0,60	0,59	0,59	0,59	0,60	0,59	0,59	0,59
Aktywa obrotowe	30,10	25,76	24,79	23,70	22,28	21,72	21,70	21,53	21,42	20,77	21,62	22,17	23,15
Zapasy	16,30	15,01	13,86	13,33	11,73	10,46	9,80	9,67	9,55	9,25	9,42	9,43	9,43
Należności krótkoterminowe	8,10	8,16	7,88	7,90	7,74	7,53	7,69	7,70	7,70	7,61	7,78	7,86	7,94
Inwestycje krótkoterminowe	5,70	2,58	3,06	2,47	2,81	3,73	4,21	4,15	4,17	3,90	4,42	4,89	5,78
-środki pieniężne i ekwiwalenty	5,41	2,21	2,89	2,31	2,65	3,56	4,05	3,99	4,00	3,74	4,26	4,72	5,61
Pozostałe aktywa obrotowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktywa razem	58,73	52,63	51,64	51,91	51,09	50,56	50,60	50,37	50,19	49,51	50,38	50,97	51,97
Kapitał (fundusz) własny	24,53	26,48	25,95	26,40	27,13	28,09	29,15	30,23	31,26	32,23	33,21	34,17	35,09
Udziały mniejszości	2,26	1,83	1,60	1,66	1,73	1,80	1,87	1,94	2,01	2,08	2,15	2,23	2,30
Zobowiązania i rezerwy na zob.	31,93	24,32	24,09	23,84	22,23	20,67	19,57	18,19	16,92	15,20	15,02	14,57	14,58
Rezerwy na zobowiązania	2,37	2,13	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02
Zobowiązania długoterminowe	10,74	7,85	6,74	6,85	5,96	5,00	3,78	2,56	1,44	0,16	0,16	0,16	0,16
- w tym dług oprocentowany	10,61	7,68	6,60	6,72	5,82	4,87	3,64	2,42	1,31	0,02	0,02	0,02	0,02
Zobowiązania krótkoterminowe	18,67	14,16	15,20	14,84	14,12	13,52	13,64	13,48	13,32	12,89	12,71	12,26	12,26
- w tym dług oprocentowany	2,49	1,29	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,46	0,00	0,00
Pasywa razem	58,73	52,63	51,64	51,91	51,09	50,56	50,60	50,37	50,19	49,51	50,38	50,97	51,97

Rachunek zysków i strat [mld PLN]	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	106,97	120,10	113,85	114,18	111,88	108,86	111,17	111,35	111,34	110,03	112,39	113,54	114,70
Zysk (strata) na sprzedaży	3,45	2,61	0,47	1,85	1,83	2,23	2,47	2,55	2,56	2,57	2,71	2,78	2,86
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,38	-0,59	-0,14	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	4,45	4,28	2,50	4,25	4,17	4,68	4,92	5,01	5,04	5,08	5,23	5,30	5,38
EBITDA LIFO	2,10	4,46	3,17	4,37	4,72	4,85	5,00	5,08	5,11	5,15	5,23	5,30	5,38
EBIT	2,07	2,02	0,33	1,93	1,83	2,23	2,47	2,55	2,56	2,57	2,71	2,78	2,86
EBIT LIFO	-0,28	2,20	1,00	2,05	2,37	2,41	2,55	2,63	2,62	2,64	2,71	2,79	2,86
Saldo działalności finansowej	0,54	0,60	-0,16	-0,40	-0,13	-0,12	-0,11	-0,06	-0,03	0,01	0,03	0,06	0,09
Inne dochody	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk (strata) brutto	2,79	2,62	0,18	1,53	1,69	2,12	2,36	2,49	2,53	2,58	2,74	2,85	2,95
Zyski (straty) mniejszości	-0,35	-0,18	-0,09	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08
Zysk (strata) netto	2,36	2,35	0,18	1,18	1,31	1,65	1,84	1,95	1,98	2,02	2,15	2,23	2,32

CF [mld PLN]	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	0,76	3,09	5,67	3,94	4,98	5,21	5,10	4,48	4,51	4,52	4,60	4,65	4,70
Przepływy z działalności inwestycyjnej	1,50	-2,87	-2,48	-3,61	-2,88	-2,41	-2,40	-2,29	-2,31	-2,39	-2,44	-2,44	-2,42
Przepływy z działalności finansowej	0,33	-3,41	-2,51	-0,92	-1,76	-1,89	-2,21	-2,24	-2,18	-2,40	-1,65	-1,74	-1,39
Przepływy pieniężne netto	2,59	-3,20	0,68	-0,58	0,34	0,91	0,48	-0,06	0,02	-0,27	0,52	0,47	0,89
Środki pieniężne na początek okresu	2,82	5,41	2,21	2,89	2,31	2,65	3,56	4,05	3,99	4,00	3,74	4,26	4,72
Środki pieniężne na koniec okresu	5,41	2,21	2,89	2,31	2,65	3,56	4,05	3,99	4,00	3,74	4,26	4,72	5,61

Wybrane dane finansowe [mld PLN] i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-5,2%	0,3%	-2,0%	-2,7%	2,1%	0,2%	0,0%	-1,2%	2,1%	1,0%	1,0%
EBITDA 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%
EBIT zmiana r/r	-83,6%	479,9%	-5,4%	22,3%	10,7%	3,3%	0,2%	0,4%	5,5%	2,8%	2,8%
Zysk netto zmiana r/r	-92,5%	572,1%	10,4%	26,2%	11,9%	5,5%	1,8%	1,9%	6,5%	3,9%	3,7%
Marża EBITDA	2,2%	3,7%	3,7%	4,3%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża EBITDA LIFO	2,8%	3,8%	4,2%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża EBIT	0,3%	1,7%	1,6%	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%
Marża EBIT LIFO	0,9%	1,8%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%
Marża brutto	0,2%	1,3%	1,5%	1,9%	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%
Marża netto	0,2%	1,0%	1,2%	1,5%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%
ROE	0,7%	4,5%	4,8%	5,9%	6,3%	6,4%	6,3%	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	0,3%	2,3%	2,6%	3,3%	3,6%	3,9%	3,9%	4,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	7,5	7,6	6,7	5,8	4,6	3,3	2,2	0,9	0,5	0,0	0,0
D / (D+E)	14,5%	14,7%	13,2%	11,4%	9,0%	6,6%	4,4%	1,9%	1,0%	0,0%	0,0%
D / E	17,0%	17,2%	15,2%	12,9%	9,9%	7,1%	4,6%	1,9%	1,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-46,5%	-20,5%	-7,2%	-5,2%	-4,4%	-2,5%	-1,0%	0,4%	1,2%	2,2%	3,1%
Dług / kapitał własny	29,0%	28,9%	24,8%	20,6%	15,6%	11,0%	7,1%	2,9%	1,4%	0,1%	0,1%
Dług netto	4,6	5,3	4,1	2,2	0,5	-0,7	-1,8	-2,8	-3,8	-4,7	-5,6
Dług netto / kapitał własny	17,8%	20,2%	15,1%	7,9%	1,7%	-2,2%	-5,7%	-8,7%	-11,4%	-13,8%	-15,9%
Dług netto / EBITDA	1,8	1,3	1,0	0,5	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0
Dług netto / EBIT	13,9	2,8	2,2	1,0	0,2	-0,3	-0,7	-1,1	-1,4	-1,7	-2,0
EV	22,6	23,3	22,1	20,2	18,5	17,4	16,2	15,2	14,2	13,3	12,4
Dług / EV	33,2%	32,7%	30,5%	28,6%	24,6%	19,2%	13,7%	6,2%	3,4%	0,2%	0,2%
CAPEX / Przychody	2,1%	3,2%	2,6%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	110,6%	158,4%	125,5%	101,8%	101,9%	97,7%	97,1%	98,9%	100,9%	101,4%	101,2%
Amortyzacja / Przychody	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%
Zmiana KO / Przychody	-2,4%	-0,1%	-0,9%	-0,8%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	43,1%	-42,9%	46,3%	30,1%	-26,0%	28,6%	-366,9%	-2,6%	3,6%	7,6%	7,7%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	102,3	15,2	13,8	10,9	9,8	9,3	9,1	8,9	8,4	8,1	7,8
P/BV*	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
P/CE*	7,7	5,1	4,9	4,4	4,2	4,1	4,0	4,0	3,9	3,8	3,7
EV/EBITDA*	9,0	5,5	5,3	4,3	3,8	3,5	3,2	3,0	2,7	2,5	2,3
EV/EBIT*	67,9	12,1	12,1	9,0	7,5	6,8	6,3	5,9	5,2	4,8	4,3
EV/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	60,7	61,7	63,4	65,7	68,2	70,7	73,1	75,3	77,7	79,9	82,1
EPS	0,4	2,8	3,1	3,9	4,3	4,5	4,6	4,7	5,0	5,2	5,4
CEPS	5,5	8,2	8,5	9,6	10,0	10,3	10,4	10,6	10,9	11,1	11,3
DPS	5,9	5,8	4,7	4,8	4,7	4,9	5,0	5,1	5,2	0,0	0,0
Payout ratio**	1,50	1,44	1,58	1,73	1,89	2,07	2,27	2,48	2,72	2,97	3,26

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 42,1 PLN, ** do skonsolidowanego zysku netto

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

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

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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Trzymaj	39,8	Trzymaj	41,1	31.03.2014	42,1	51 832
Trzymaj	41,1	Redukuj	45,2	13.09.2013	43,1	49 349
Redukuj	45,2	-	-	4.02.2013	50,7	47 076

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'14:

Kupuj	5	42%
Akumuluj	3	25%
Trzymaj	2	17%
Redukuj	1	8%
Sprzedaj	1	8%

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
Pszczegółne 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).

Kluczule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.
Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 31.03.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 3.04.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.
Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.
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 raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez 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 sprawdzą się.
Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM 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, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. 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.
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.
Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.
BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.
Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.
BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.