Dom Maklerski BDM S.A.

PKN ORLEN

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 80,0 PLN

10 LIPIEC 2015

Podwyższamy wycenę PKN Orlen z 70,0 PLN do 80,0 PLN oraz zmieniamy zalecenie z Trzymaj na Akumuluj. Spółki paliwowe w 2Q'15 pokażą jedną z najbardziej widocznych dynamik poprawy wyników na GPW. Słabe rezultaty Orlenu na poziomie EBITDA (dodatkowo zniekształcone in minus w 2Q'14 przez odpis na Możejki) przekształcą się w rekordowe zyski: i) marże przerobowe w rafinerii osiągnęły najwyższy od lat poziom przy sprzyjającym kursie USD/PLN, ii) marża petrochemiczna przekroczyła poziom 1000 EUR/t. Po okresie kilkutygodniowej konsolidacji dostrzegamy szansę, że wyniki kwartalne dadzą jeszcze dodatkowy pozytywny impuls dla kursu akcji płockiej spółki, tym bardziej, że konsensus wyników na 2015 daje jeszcze pole do pozytywnych zaskoczeń. W dłuższym horyzoncie należy sobie zdawać sprawę z cykliczności trendów makro w obszarach, w których działa spółka – szczególnie w rafinerii lata bardzo dobre przeplatane są słabymi. Inwestorzy powinni być także świadomi, że ze względu na strukturę akcjonariatu i strategiczny status PKN narażony jest na ryzyka polityczne.

Modelowa marża rafineryjna w 2Q'15 wzrosła do 9,8 USD/bbl z 2,5 USD/bbl rok temu. Dyferencjał Ural/Brent wyniósł 1,5 USD/bbl (2,2 USD/bbl w 2Q'14). Modelowa marża petrochemiczna sięgnęła poziomu 1035 EUR/t (741 EUR/t). Cena ropa Brent wzrosła 53,9 USD/bbl w 1Q'15 do 61,9 USD/bbl w 2Q'15.

Szacujemy, że Orlen wypracuje oczyszczony wynik EBITDA LIFO na poziomie 2,9 mld PLN. Wynik raportowany powinien być wsparty przez wycenę zapasów (efekt szacujemy na 0,1-0,2 mld PLN). Per saldo spodziewamy się, że raportowana EBITDA przekroczy 3 mld PLN. Dla porównania w 2Q'14 spółka wypracowała 0,8 mld PLN oczyszczonej EBITDA LIFO (raportowana EBITDA LIFO wyniosła -4,1 mld PLN, po odpisie aktywów). Po 1H'15 spółka może mieć wynik EBITDA LIFO w okolicach 5 mld PLN – porównywalny jak w całoroczne rezultaty w najlepszych latach. Konsensus na 2015 (liczony na bazie Bloomberga od początku czerwca) zakłada EBITDA na poziomie 7,6 mld PLN.

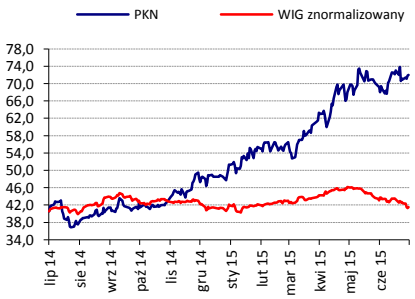
Początek lipca podtrzymuje pozytywny obraz z 2Q'15, ale w kolejnych kwartałach baza wynikowa będzie stopniowo rosnąć, przy czym spółka ma jeszcze „rezerwy", dzięki którym może poprawiać wyniki (pełna konsolidacja Ceska Refinerska od maja'15, uruchomienie EC Włocławek z początkiem 2016).

Wycena DCF [PLN]	80,0
Wycena porównawcza [PLN]	83,2
Wycena końcowa [PLN]	**80,0**
Potencjał do wzrostu / spadku	**10,4%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	72,5
Kapitalizacja [mln PLN]	31 009
Ilość akcji [mln. szt.]	427,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	73,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	49,4
Stopa zwrotu za 3 mc	14,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	41,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	70,6%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	27,5%
ING OFE	9,4%
Aviva OFE	7,9%
Pozostali	55,2%

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mld PLN]	120,1	113,6	106,8	93,1	102,4	107,9
EBITDA [mld PLN]	4,3	2,4	-2,7	8,9	7,5	6,6
EBITDA skoryg. [mld PLN]	4,9	2,6	2,4	8,9	7,5	6,6
EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]	5,0	3,2	5,0	8,9	7,0	6,4
EBIT [mld PLN]	2,0	0,3	-4,7	7,0	5,4	4,5
Zysk netto [mld PLN]	2,3	0,2	-5,8	5,2	4,0	3,4
Dług netto [mld PLN]**	6,8	4,7	6,8	3,2	3,9	2,4
P/BV	1,2	1,2	1,7	1,3	1,1	1,0
P/E	13,2	176,2	-	6,0	7,8	9,2
EV/EBITDA	8,8	14,8	-	3,8	4,7	5,0
EV/EBITDA skoryg	7,8	13,9	15,5	3,8	4,7	5,0
EV/EBITDA LIFO skoryg.	7,5	11,0	7,5	3,9	5,0	5,2
EV/EBIT	18,7	116,2	-	4,9	6,5	7,5

**wynik skorygowany o saldo z pozostałej działalności operacyjnej, ** wzrost długu w 2016 roku wiąże się z CAPEX-em, dywidendą, wzrostem cen ropy oraz odkupem zapasów obowiązkowych od podmiotu zewnętrznego w momencie wygaśnięcia umowy w 2016 (model uwzględnia także sprzedaż zapasów do ARM w okresie 2015-17)*

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
SYTUACJA MAKRO 8
PROGNOZA 2Q'15 I KOLEJNE OKRESY 11
DANE FINANSOWE 15

WYCENA I PODSUMOWANIE

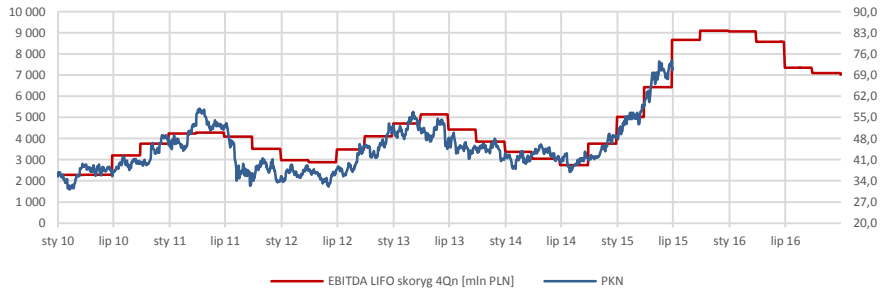
Wycena spółki PKN Orlen opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 0% dla wyceny porównawczej (przyjmujemy taki poziom ze względu na ograniczoną porównywalność między PKN Orlen a innymi spółkami: m.in. różnie rozłożony ciężar działalności pomiędzy downstream/upstream/petrochemię). Wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 80,0 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 83,0 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 80,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	80,0
Wycena metodą porównawczą	0%	83,0
Wycena 1 akcji PKN Orlen [PLN]	**80,0**	

Źródło: BDM S.A.

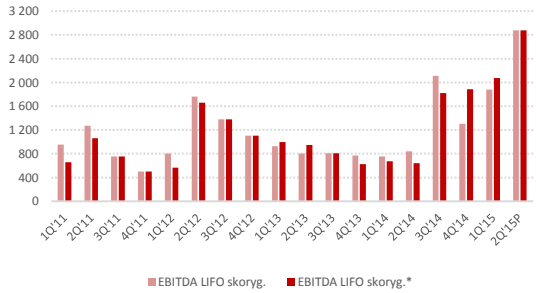
Kurs PKN vs skoryg. EBITDA LIFO* [4Q narastająco, mln PLN]



*Źródło: BDM S.A.(prognoza od 2Q'15), spółka, *skoryg, o wszystkie możliwe czynniki (m.in. saldo PPO/PKO, wyniki na transakcjach dotyczących sprzedaży/odkupu zapasów ropy lub rozpoznaniu wyniku na „tanich" warstwach ropy – dane szacunkowe)*

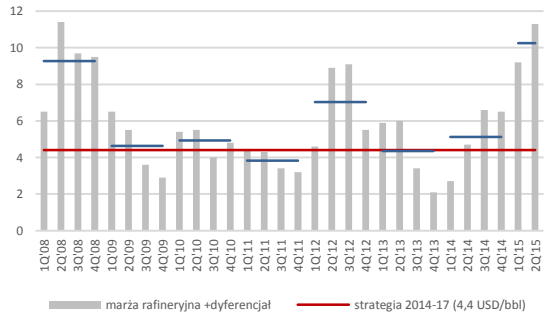
Za pozytywnym sentymentem do spółki w ostatnich miesiącach stoją przede wszystkim zewnętrzne czynniki fundamentalne, które przełożyło się na mocną poprawę wyników. Po 2Q'15 (który zapowiada się bardzo dobrze i może na razie podtrzymywać pozytywny sentyment do walorów Orlenu) baza wynikowa będzie się już stawać bardziej wymagająca, Należy sobie także zdawać sprawę z wyraźnej cykliczności trendów makro w obszarach (szczególnie w rafinerii), w których działa PKN.

Kwartalna EBITDA LIFO [mln PLN]



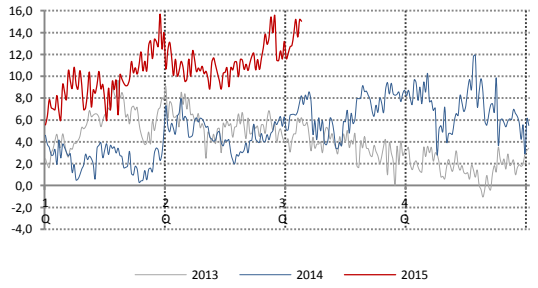
Źródło: BDM S.A., spółka, skoryg=oczyszczona o saldo PPO/PKO, skorg = oczyszczona także o inne czynniki*

Modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]



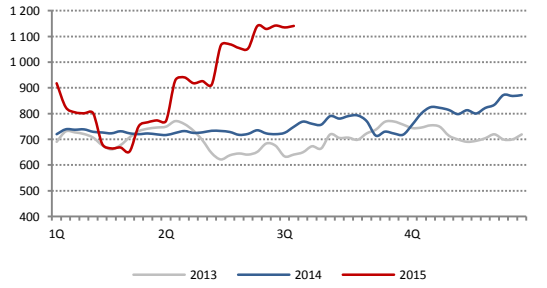
Źródło: BDM S.A., spółka

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., Bloomberg, dane tygodniowe, marża=44% HDPE + 7% LDPE + 35% PP Homo + 12% PP Copo - (75% nafta + 25% LS VGO)

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- Założenie dotyczące przychodów i marż poszczególnych segmentów przedstawiono w osobnych tabelach.
- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward. Długoterminowy dyferencjał Brent – Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl.
- Prognozę cen produktów a tym samym marż przerobowych sporządzono na bazie własnego modelu opartego na cenie ropy. W kilkuletniej perspektywie głównym czynnikiem wpływającym na poziom marż powinien być bilans zamknięć rafinerii w Europie vs wzrost mocy w innych częściach świata (opierających się o dostęp do tańszego surowca czy niższe koszty związane z wynagrodzeniami lub ochroną środowiska). W krótkim terminie marże fluktuują pod wpływem czynników sezonowych (popyt na paliwa, okresy remontów), losowych (awarie dużych jednostek, zdarzenia pogodowe) lub trudnych do przewidzenia (strajki).
- CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji. Wycena nie uwzględnia nowych akwizycji lub dezinwestycji.
- Wycena zakłada odkup części zapasów obowiązkowych przez państwo według zaprezentowanego projektu ustawy (do odkupu pierwszej transzy doszło już w 2015; na koniec 2017 roku obowiązkowe będzie utrzymywanie zapasów na poziomie 53 dni produkcji paliw za poprzedni rok kalendarzowy wobec 76 dni obecnie – obydwie wartości powiększa się o 10% rezerwy). Przyjmujemy, że koszty związane z wprowadzeniem opłaty zapasowej zostaną przerzucone na odbiorców. Zakładamy, że spółka nie będzie kontynuować obecnie prowadzonej polityki samodzielnej czasowej sprzedaży transz zapasów obowiązkowych podmiotom zewnętrznym i zakładamy ich odkup (0,5 mln ton odkupiono w 1Q'15, pozostało 1,0 mln ton w 1Q'16).
- W udziałach mniejszości uwzględniamy rynkową wartość pakietu akcji Unipetrolu w rękach akcjonariuszy mniejszościowych.
- Efektywna stopa podatkowa uwzględnia aktywa kanadyjskie.
- 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 9 lipca 2015 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 34,2 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 80,0 PLN.

Prognoza podstawowych danych w ujęciu rocznym

Podstawowe dane:	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Brent [usd/bbl]	79,5	111,3	111,6	108,6	99,0	59,1	63,7	66,9	68,9	70,5	71,5	71,5	71,5	71,9	71,9
Ural [usd/bbl]	78,1	109,6	110,3	107,6	97,3	57,9	62,7	65,9	67,9	69,5	70,5	70,5	70,5	70,9	70,9
Dyferencjał [usd/bbl]	1,4	1,7	1,3	1,0	1,7	1,2	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	8,1	6,4	5,3	5,3	5,1	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	693	705	686	730	781	836	743	743	738	733	735	735	735	735	735
USD/PLN (średni)	3,02	2,96	3,26	3,16	3,15	3,76	3,84	3,83	3,77	3,69	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
USD/PLN (eop)	2,96	3,42	3,10	3,01	3,51	3,81	3,86	3,83	3,77	3,69	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
EUR/PLN (średni)	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,28	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32
EUR/USD (średni)	1,33	1,39	1,28	1,33	1,33	1,11	1,12	1,13	1,15	1,17	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
Cena produktów raf. [USD/t]:															
Benzyna	741	985	1 037	987	915	615	633	654	672	681	690	689	689	692	692
ON	696	964	985	943	862	569	598	611	628	640	648	648	648	651	651
COO	442	610	631	592	528	296	312	333	347	357	364	364	364	366	366
Benzyna surowa	712	931	936	901	842	518	561	587	603	616	624	624	624	627	627
Marża na produktach [USD/t]:**															
Benzyna	139	144	189	163	165	167	151	148	150	148	149	148	148	148	148
ON	94	124	138	120	112	121	116	105	106	106	107	107	107	107	107
COO	-160	-231	-217	-232	-222	-151	-171	-174	-175	-177	-177	-177	-177	-178	-178
Cena produktów petchem. [EUR/t]:															
Etylen	822	988	1 037	1 010	915	904	819	836	832	822	824	824	824	826	826
Propylen	935	1 020	1 006	1 049	1 068	897	915	933	938	938	941	941	941	944	944
Benzen	749	837	1 015	996	980	701	789	807	813	813	816	816	816	818	818
PX	774	1 102	1 114	1 050	850	721	757	775	780	781	783	783	783	786	786
PCW	987	1 100	1 071	861	853	831	811	819	817	812	814	814	814	815	815

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

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mld PLN]	93,1	102,4	107,9	111,4	112,7	113,0	115,5	116,5	118,1	119,3
EBIT [mld PLN]**	7,04	5,35	4,46	4,31	4,16	4,22	4,37	4,41	4,50	4,58
*EBIT LIFO [mld PLN]**	*7,00*	*4,92*	*4,26*	*4,26*	*4,18*	*4,20*	*4,37*	*4,42*	*4,50*	*4,58*
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mld PLN]	1,33	1,01	0,84	0,81	0,79	0,80	0,83	0,84	0,85	0,87
NOPLAT [mld PLN]**	5,70	4,34	3,62	3,50	3,38	3,42	3,54	3,58	3,65	3,71
Amortyzacja [mld PLN]	1,89	2,11	2,16	2,24	2,24	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
CAPEX [mld PLN]	-3,58	-3,94	-3,72	-2,31	-2,29	-2,31	-2,35	-2,34	-2,29	-2,26
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]**	0,93	-1,77	0,80	-0,11	-0,04	-0,08	0,07	-0,09	-0,04	-0,03
FCF [mld PLN]	4,94	0,74	2,86	3,33	3,28	3,29	3,52	3,40	3,58	3,68
DFCF [mld PLN]	4,76	0,66	2,35	2,53	2,29	2,12	2,08	1,84	1,78	1,68
Suma DFCF [mld PLN]	22,10									
Wartość rezydualna [mld PLN]	46,47		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*			*1,0%*				
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	21,22									
Wartość firmy EV [mld PLN]	43,32									
Dług netto 2014 [mld PLN]	6,81									
Dywidenda 2015 [mld PLN]	0,71									
Udziały mniejszości [mld PLN]	1,58									
Wartość kapitału[mld PLN]	**34,22**									
Ilość akcji [mln szt.]	427,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**80,0**									

Przychody zmiana r/r	-12,8%	10,0%	5,3%	3,2%	1,2%	0,3%	2,2%	0,9%	1,3%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-	-24,0%	-16,6%	-3,4%	-3,5%	1,4%	3,5%	1,0%	1,9%	1,7%
FCF zmiana r/r	-	-85,1%	288,6%	16,3%	-1,4%	0,2%	7,0%	-3,4%	5,2%	2,9%
Marża EBITDA	9,6%	7,3%	6,1%	5,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Marża EBIT	7,6%	5,2%	4,1%	3,9%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża NOPLAT	6,1%	4,2%	3,4%	3,1%	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
CAPEX / Przychody	3,8%	3,8%	3,4%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	189,6%	187,1%	172,0%	102,7%	102,3%	102,2%	103,9%	103,5%	101,2%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-1,0%	1,7%	-0,7%	0,1%	0,0%	0,1%	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,8%	19,1%	-14,6%	3,0%	3,0%	27,7%	-2,8%	9,0%	2,7%	2,6%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	78,3%	81,7%	84,9%	87,8%	90,6%	93,2%	95,8%	98,2%	99,1%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	21,7%	18,3%	15,1%	12,2%	9,4%	6,8%	4,2%	1,8%	0,9%	0,0%
WACC	8,0%	8,2%	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%

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								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	74,3	79,1	85,0	92,4	102,2	115,6	134,8	165,1	219,6
	0,8	69,9	74,0	79,2	85,5	93,8	104,7	120,1	143,1	181,4
	0,9	65,8	69,5	74,0	79,5	86,4	95,5	108,0	125,9	154,1
	1,0	62,2	65,4	69,3	74,1	80,0	87,7	97,9	112,2	133,6
	1,1	58,8	61,7	65,1	69,2	74,4	80,8	89,3	100,9	117,6
	1,2	55,7	58,2	61,3	64,9	69,3	74,9	82,0	91,5	104,8
	1,3	52,8	55,1	57,8	61,0	64,8	69,6	75,7	83,6	94,4

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	79,1	84,6	91,5	100,3	112,1	128,6	153,3	194,5	276,9
	4%	69,9	74,0	79,2	85,5	93,8	104,7	120,1	143,1	181,4
	5%	62,2	65,4	69,3	74,1	80,0	87,7	97,9	112,2	133,6
	6%	55,7	58,2	61,3	64,9	69,3	74,9	82,0	91,5	104,8
	7%	50,1	52,2	54,6	57,4	60,8	64,9	70,1	76,7	85,6
	8%	45,4	47,0	48,9	51,1	53,8	56,9	60,8	65,6	71,8
	9%	41,2	42,5	44,1	45,9	47,9	50,4	53,4	57,0	61,5

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	134,7	126,3	118,8	112,1	106,0	100,4	95,4	90,7	86,4
	4%	116,5	107,9	100,4	93,8	87,8	82,5	77,7	73,3	69,3
	5%	102,2	93,8	86,4	80,0	74,4	69,3	64,8	60,8	57,1
	6%	90,7	82,5	75,4	69,3	64,0	59,3	55,1	51,3	47,9
	7%	81,2	73,3	66,6	60,8	55,7	51,3	47,4	43,9	40,8
	8%	73,3	65,7	59,3	53,8	49,0	44,9	41,2	38,0	35,1
	9%	66,6	59,3	53,1	47,9	43,5	39,6	36,2	33,2	30,5

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

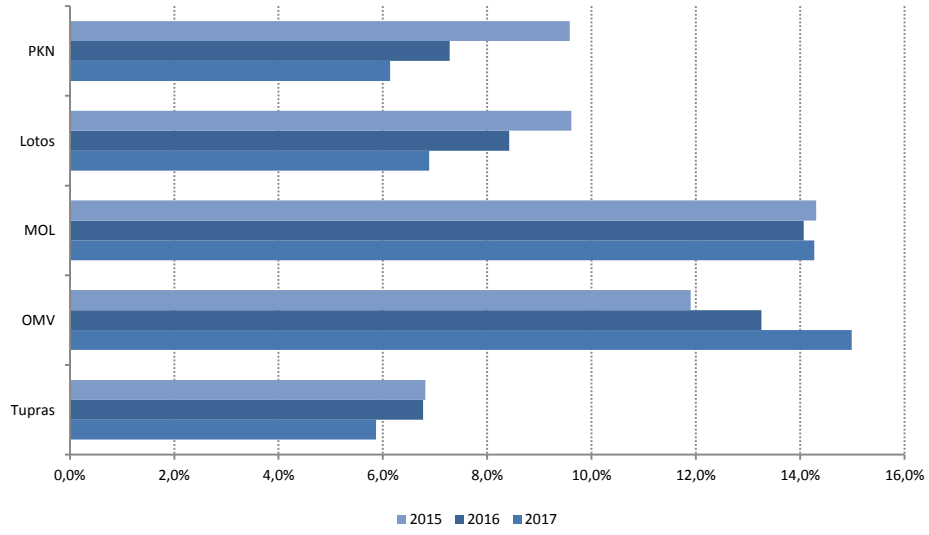
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2015-2017 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE. Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%. Porównując wyniki PKN ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 35,6 mld PLN mln PLN, co odpowiada 83,0 PLN na jedną akcję. Ze względu na brak pełnej porównywalności PKN do innych spółek z branży (spółka posiada marginalny dla wyników segment wydobywczy, natomiast silnie rozwinięta jest petrochemia) przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	**2016P**	**2017P**	**2015P**	**2016P**	**2017P**
Lotos (Polska)	8,2	5,9	7,3	4,9	5,0	5,5
MOL (Węgry)	10,9	10,9	7,1	3,6	3,4	2,9
OMV (Austria)	13,0	10,4	8,2	3,8	3,2	2,7
Tupras-Turkiye (Turcja)	11,8	9,9	9,9	8,8	7,2	7,4
Mediana	11,3	10,1	7,8	4,3	4,2	4,2
PKN Orlen	6,0	7,8	9,2	3,8	4,7	5,0
Premia/dyskonto	-47,3%	-22,9%	19,0%	-11,6%	11,8%	19,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	137,5	94,1	60,9	83,0	63,9	59,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**97,5**			**68,8**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**83,0**					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Lotos – prognozy BDM

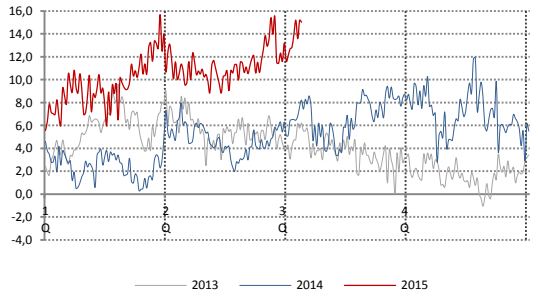
Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A.

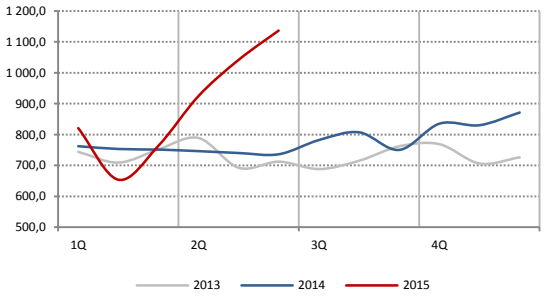
SYTUACJA MAKRO

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



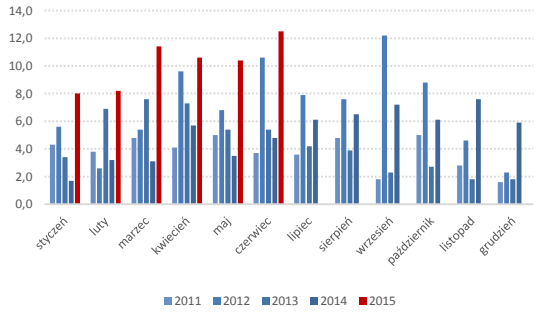
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, dane dzienne
Marża= 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent

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



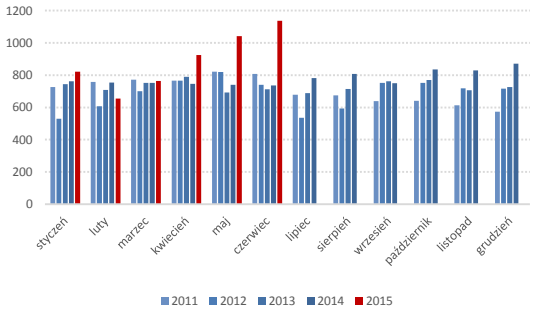
Źródło: BDM S.A., PKN, średnia miesięczna, marża=44% HDPE + 7% LDPE + 35% PP Homo + 12% PP Copo - (75% nafta + 25% LS VGO)

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



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: BDM S.A., spółka

Modelowa marża rafineryjna w 2Q'15 wzrosła do 9,8 USD/bbl z 2,5 USD/bbl rok temu. Dyferencjał Ural/Brent wyniósł 1,5 USD/bbl (2,2 USD/bbl w 2Q'14). Modelowa marża petrochemiczna wzrosła do 1 035 EUR/t (741 EUR/t). Cena ropa Brent wzrosła 53,9 USD/bbl w 1Q'15 do 61,9 USD/bbl w 2Q'15.

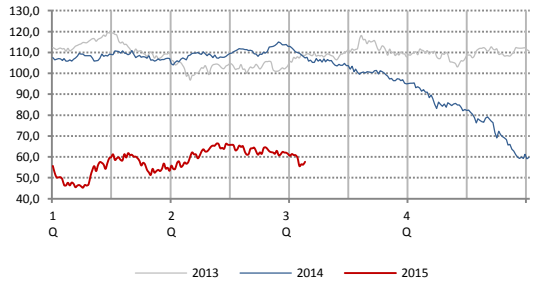
W samym czerwcu modelowa marża rafineryjna wzrosła do 11,0 USD/bbl z 1,6 USD/bbl rok temu. Dyferencjał Ural/Brent wyniósł w czerwcu 1,5 USD/bbl (3,2 USD/bbl w czerwcu'14). Modelowa marża petrochemiczna wzrosła do 1 137 EUR/t (736 EUR/t).

Marże na najważniejszych produktach (diesel, benzyna) utrzymują się w ostatnich tygodniach na poziomach wyższych r/r. Dodatkowo nadal korzystnie wygląda sytuacja na ciężkim oleju opałowym a koszty przerobu własnego obniża niska cena ropy. Na czerwcowym posiedzeniu OPEC nie zmieniono polityki podażowej (walka o udział w rynku ze strony Arabii S.). W ostatnich tygodniach Brent utrzymywał się nieco powyżej 60 USD/bbl. Początek lipca przyniósł mocniejsza przecenę, które można tłumaczyć negocjacjami porozumienia na temat programu nuklearnego z Iranem, co przełożyć mogłoby się na wzrost tamtejszego eksportu ropy (na rynku europejskim konkurencyjna do ropy rosyjskiej). Swoje dokłada także załamanie na rynku finansowym w Chinach.

Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) w 2Q'15 wygląda nieco korzystniej niż w ubiegłym roku (4,3 USD/bbl vs 6,7 USD/bbl). Na przyzwoitym poziomie ok. 1-2 USD utrzymuje się kluczowy dla polskich spółek dyferencjał Brent – Ural.

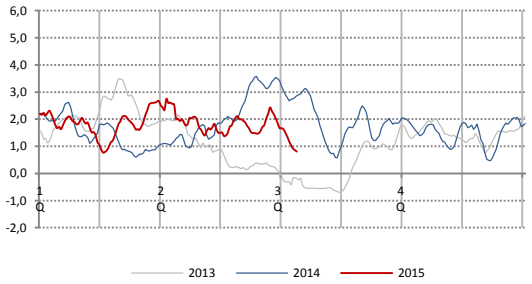
Po dobrym okresie przełomu roku (bardzo niskie ceny ropy) obecnie spadła rentowność biznesu detalicznego na rynku polskim (w większym zakresie przez wzrost kursu USD/PLN niż przez same ceny ropy). Dość korzystnie dla krajowych producentów wygląda natomiast sytuacja na rynku hurtowym.

Brent [USD/bbl] – r/r



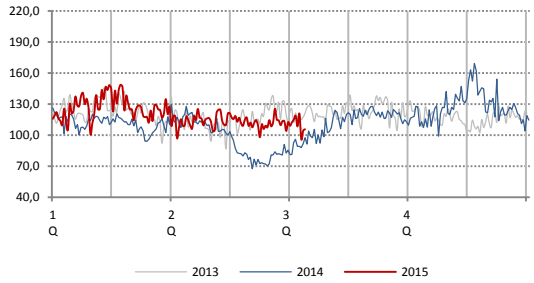
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl, średnia 5-dni] r/r



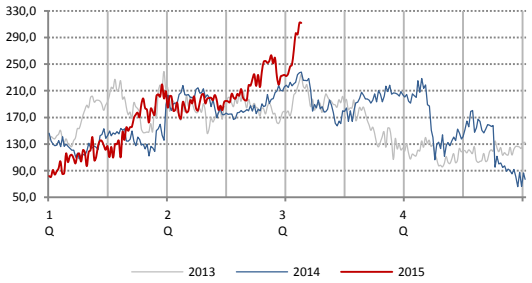
Źródło: BDM S.A., Neste Oil

Diesel marża [USD/t] r/r



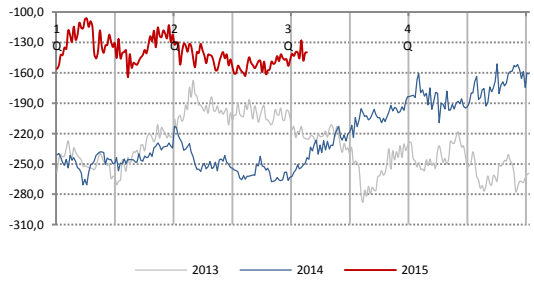
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna marża [USD/t] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

COO marża [USD/t] r/r



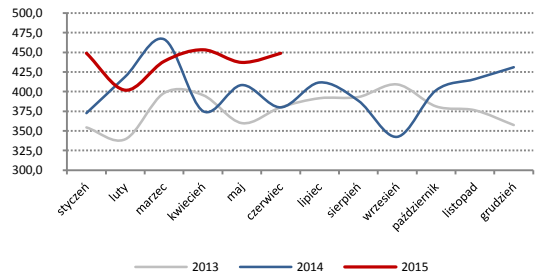
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Gaz TGE [PLN/MWh]



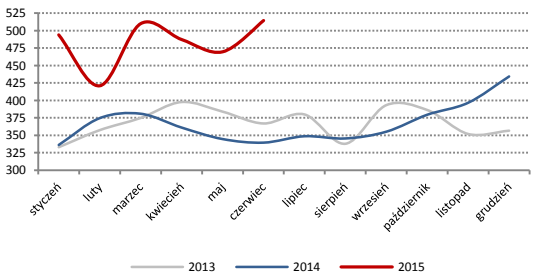
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



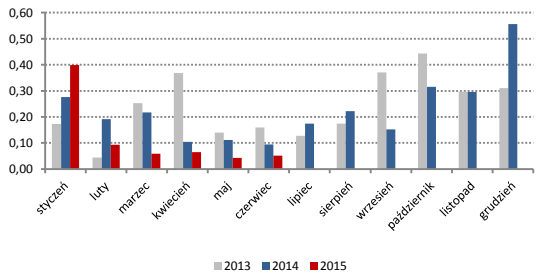
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN

ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



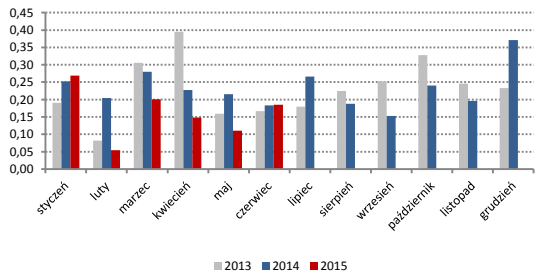
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN

Benzyna – marża detaliczna [PLN/litr]



Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)

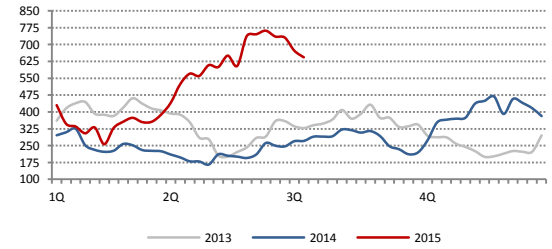
ON – marża detaliczna [PLN/litr]



Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)

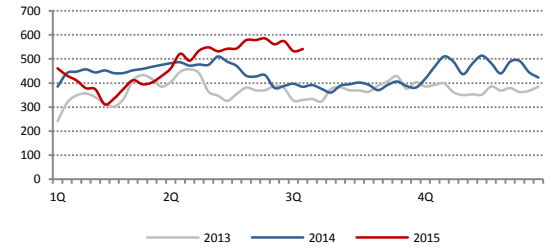
Marże w obszarze petrochemicznym cechują się w 2015 bardzo dużą zmiennością, za co odpowiada głównie opóźniona reakcja na zmiany ceny ropy, warto także pamiętać, że rynek w ten w części obszarów charakteryzuje się ograniczoną liczbą producentów. Marża modelowa w kwietniu wyniosła aż 925 EUR/t, co jest najwyższy odczytem od wielu lat (jeszcze w lutym było to jedynie 654 EUR/t). Początek maja wygląda równie obiecująco. Stoją za tym zarówno dobry popyt (budowanie zapasów) jak i dość spore przestoje remontowe (planowane i nieplanowane).

Marża etylen – nafta [EUR/t]



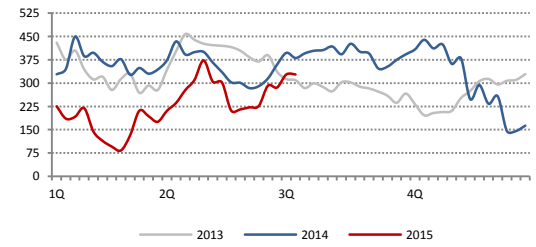
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża propylen – nafta [EUR/t]



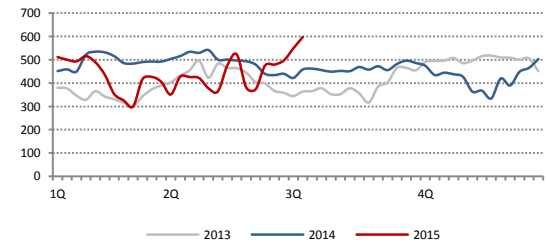
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża benzen – nafta [EUR/t]



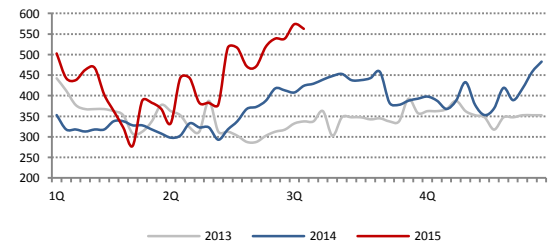
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polietylen – etylen [EUR/t]



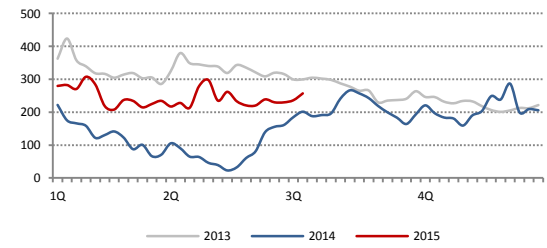
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polipropylen – propylen [EUR/t]



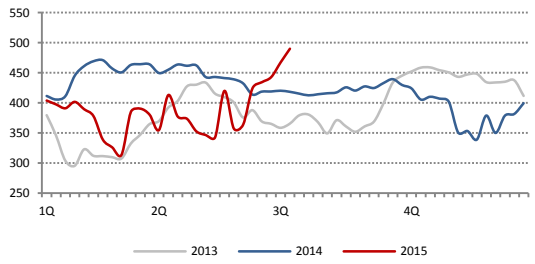
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża PTA – nafta [EUR/t]



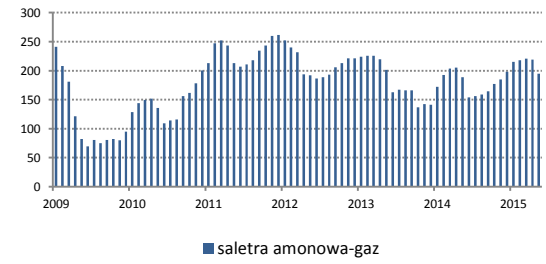
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ZCE Purified Terephthalic Acid (PTA) Future Contract

Marża PCW – etylen* [EUR/t]



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

Marża saletra amonowa – gaz [EUR/t]



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

PROGNOZA 2Q'15 I KOLEJNE OKRESY

Prognoza wyników skonsolidowanych na 2Q'15

	2Q'14	2Q'15P	zmiana r/r	1H'14	1H'15P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	28 651	24 278	-15,3%	52 770	44 283	-16,1%
EBITDA	-4 293	3 067	-	-3 517	4 729	-
EBITDA LIFO	-4 146	2 877	-	-3 193	4 776	-
EBITDA LIFO skoryg*	**843**	**2 877**	241,3%	**1 595**	**4 757**	198,3%
EBIT	-4 817	2 594	-	-4 563	3 804	-
EBIT LIFO	-4 670	2 405	-	-4 239	3 852	-
EBIT LIFO skoryg*	319	2 405	653,9%	549	3 833	598,1%
Zysk (strata) brutto	-5 730	2 496	-	-5 576	3 530	-
Zysk (strata) netto	-5 197	1 992	-	-5 133	2 748	-
Marża EBITDA	-15,0%	12,6%		-6,7%	10,7%	
Marża EBITDA LIFO	-14,5%	11,9%		-6,1%	10,8%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	2,9%	11,9%		3,0%	10,7%	
Marża EBIT	-16,8%	10,7%		-8,6%	8,6%	
Marża zysku netto	-18,1%	8,2%		-9,7%	6,2%	

*Źródło: BDM S.A., spółka, *wynik skorygowany o saldo PPO/PKO*

Wybrane dane kwartalne i prognoza na 2Q'15

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15P
Modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]	4,1	5,3	3,3	0,7	1,3	2,5	4,8	5,0	7,5	9,8
Dyferencjał Brent - Ural[USD/bbl]	1,8	0,7	0,1	1,4	1,4	2,2	1,8	1,5	1,7	1,5
Modelowa marża rafineryjna + dyf. [USD/bbl]	5,9	6,0	3,4	2,1	2,7	4,7	6,6	6,5	9,2	11,3
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	737	729	719	736	756	741	782	844	746	1 035
Ropa Brent [USD/bbl]	112,5	102,4	110,3	109,3	108,0	109,6	101,9	76,6	53,9	61,9
Przychody [mln PLN]	**27 471**	**28 311**	**30 392**	**27 678**	**24 119**	**28 651**	**29 160**	**24 902**	**20 005**	**24 278**
Downstream	19 285	19 023	20 276	18 719	15 718	19 293	19 273	16 265	12 880	16 336
Detal	8 167	9 273	10 101	8 920	8 320	9 272	9 778	8 543	7 050	7 865
Upstream	0	1	0	16	55	68	91	84	52	59
Funkcje korporacyjne	19	14	15	23	26	18	18	10	23	18
EBITDA LIFO adj[mln PLN]**	**927**	**802**	**806**	**773**	**752**	**843**	**2 110**	**1 306**	**1 880**	**2 877**
marża	3,37%	2,83%	2,65%	2,79%	3,12%	2,94%	7,24%	5,24%	9,40%	11,85%
Rafineria	282	84	59	233	80	274	1 170	295	1 085	1 601
Petrochemia	670	523	441	409	556	339	585	695	635	1 087
Energetyka	0	0	0	0	-1	-1	0	-3	0	0
Detal	124	368	461	325	223	359	441	421	281	332
Upstream	-5	-4	-10	-7	29	26	51	43	14	17
Funkcje korporacyjne	-144	-169	-145	-187	-136	-160	-137	-158	-135	-160
Inne***	0	0	0	0	1	6	0	13	0	0
Saldo PPO/PKO	5	35	-10	-168	201	-4 989	7	-377	19	0

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

- **Spółka opublikuje raport za 2Q'15 w czwartek, 23 lipca 2015.**
- Niskie ceny ropy sprzyjały nadal bardzo dobrym marżom w rafinerii. Dodatkowo 2Q'15 przyniósł rekordowe marże w segmencie petrochemicznym (dobry popyt przy ograniczonej podaży na rynkach).
- Dodatkowy pozytywny efekt w rafinerii wnosi wyraźnie słabszy PLN wobec USD w porównaniu r/r (w stosunku do EUR kurs PLN był nieco silniejszy).
- W detalu nasze szacunki wskazują, że marże w Polsce nadal spadały względem rewelacyjnego okresu 3/4Q'14 (brak efektu szybko taniejącego surowca, konieczność przeniesienia na rynek efektu USD/PLN). Relatywnie niskie ceny paliw powinny natomiast sprzyjać konsumpcji (także ograniczenie opłacalności szarej strefy).
- Generalnie powyższe czynniki powinny naszym zdaniem przełożyć się na wyraźny wzrost oczyszczonej EBITDA LIFO r/r (największy efekt widoczny będzie w wyniku w rafinerii). Zakładamy, że wyniesie ona 2,9 mld PLN (vs 0,8 mld PLN w 2Q'14). Wynik raportowany w 2Q'14 był obciążony przez odpisy na aktywach rafineryjnych (gł. Możejki).
- W segmencie rafineryjnym spodziewamy się wypracowania 1,6 mld PLN EBITDA LIFO. W detalu oczekujemy nieco niższego wyniku EBITDA r/r na poziomie ok. 0,33 mld PLN EBITDA (słabiej w Polsce na marżach, lepiej na rynkach zagranicznych). W petrochemii spodziewamy się 3-krotnego wzrostu r/r (rewelacyjne marże) EBITDA LIFO (1,0-1,1 mld PLN). Obecna sytuacja nie sprzyja w obszarze upstream'u (spodziewamy się, że na poziomie oczyszczonej EBITDA wynik wyniesie ok. 15-20 mln PLN, przy wzroście produkcji z akwizycji). Zakładamy podobną ujemną kontrybucję funkcji korporacyjnych na EBITDA jak rok temu (ok. -0,16 mld PLN).
- Wyniki raportowane powinny zostać wsparte przez dodatnią wycenę zapasów, estymujemy z tego tytułu ok. 0,1-0,2 mld PLN. W wynikach rafinerii mógłby pojawić się one-off, jeśli spółka pokaże zysk na zakupie udziałów w Ceska Rafinerska. Warto także pamiętać, że w raporcie za 4Q'14 wykazano stratę z przeszacowania wartości zapasów do poziomu cen możliwych do uzyskania (w EBITDA LIFO blisko -0,6 mld PLN) a tylko niewielka cześć tego efektu uległa odwróceniu w 1Q'15 (ok. 0,1 mld PLN). Na saldzie finansowym spodziewamy się około -0,1 mld PLN (odsetki, różnice kursowe na minus na EUR/PLN).
- W 1Q'15 spółka wypracowała 1,9 mld PLN EBITDA LIFO (wynik można oczyścić do poziomu 2,1 mld PLN). W 2Q'15 dołoży wg naszej prognozy 2,9 mld PLN oczyszczonej EBITDA LIFO.
- Po 1H'15 oczyszczony wynik EBITDA LIFO będzie wyższy niż całoroczne rezultaty z kilku poprzednich lat (np. 2009-2011 czy 2013) i zbliżony do najlepszych (2012 czy 2014).
- Obecny konsensus Bloomberga na poziomie EBITDA'15 wynosi 7,1 mld PLN (7,6 mld PLN dla rekomendacji od początku czerwca). Nasza prognoza oczyszczonej EBITDA LIFO to 8,9 mld PLN, tak samo jak raportowana EBITDA.
- Wyniki spółki do 2Q'15 były w okresie bardzo niskiej bazy, od 3Q'15 efekt ten zacznie stopniowo zanikać (spółka może jednak bronić dodatniej dynamiki przez pełną konsolidację aktywów czeskich a marże mimo wszystko są nadal na wyższych poziomach r/r).
- Należy sobie zdawać sprawę z cykliczności trendów makro w obszarach (szczególnie w rafinerii), w których działa PKN – lata bardzo dobre przeplatane są słabymi. Głównym ryzykiem zewnętrznym są ceny ropy (ich ewentualny wzrost negatywnie odbije się na marżach przerobowych). Inwestorzy powinni być także świadomi, że spółka w średnim terminie może być narażona na ryzyka polityczne (np. przy bardzo wysokich zyskach mogą pojawić się pokusy, by je „spożytkować" niekoniecznie przez dywidendę – Skarb Państwa ma jedynie 27,5% udziałów).
- Za 2014 rok Orlen wypłaci 1,65 PLN dywidendy na akcję. Przy dobrych wynikach potencjał ten jest sporo wyższy na bazie bieżących wolnych przepływów gotówkowych. Założeniem zarządu jest jej jednak bardziej stopniowy wzrost dywidendy w kolejnych latach, niż uzależnianie jej od dość zmiennych wyników. Nie dostrzegamy również np. presji ze strony Skarbu Państwa na wypłatę wysokich dywidend – udział państwa w akcjonariacie jest dość niski. Dobre wyniki i niskie zadłużenie mogą skłaniać zarząd do przejęć. Na celowniku może być rozbudowa portfolio wydobywczego w Kanadzie a także rozwój segmentu detalicznego (w ostatnim czasie spółka wyraziła zainteresowanie rynkami Austrii czy Szwajcarii).

Prognoza wyników kwartalna 2Q'15-4Q'15 [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P
Dated Brent FOB	112,5	102,4	110,3	109,3	108,0	109,6	101,9	76,6	53,9	61,9	59,6	60,9
Ural CIF Rotterdam	110,7	101,7	110,2	107,9	106,6	107,4	100,1	75,1	52,2	60,4	59,1	59,9
Dyferencjał Brent - Ural	1,8	0,7	0,1	1,4	1,4	2,2	1,8	1,5	1,7	1,5	0,5	1,0
Modelowa marża rafineryjna	4,1	5,3	3,3	0,7	1,3	2,5	4,8	5,0	7,5	9,8	8,9	6,3
Modelowa marża petrochem	737	729	719	736	756	741	782	844	746	1 035	796	766
USD/PLN średni	3,15	3,21	3,21	3,07	3,06	3,04	3,15	3,37	3,73	3,70	3,78	3,81
USD/PLN [eop]	3,26	3,32	3,12	3,01	3,03	3,05	3,30	3,51	3,81	3,76	3,80	3,81
Przerób ropy [tys t]	7 003	6 663	7 461	7 088	6 190	6 480	7 385	7 221	6 652	7 901	8 068	7 912
Przychody	27 471	28 311	30 392	27 678	24 119	28 651	29 160	24 902	20 005	24 278	24 446	24 414
Downstream	19 285	19 023	20 276	18 719	15 718	19 293	19 273	16 265	12 880	16 336	16 094	15 881
Detal	8 167	9 273	10 101	8 920	8 320	9 272	9 778	8 543	7 050	7 865	8 279	8 458
Upstream	0	1	0	16	55	68	91	84	52	59	56	66
Funkcje korporacyjne	19	14	15	23	26	18	18	10	23	18	18	10
EBIT	341	-137	617	-489	254	-4 817	1 002	-1 149	1 210	2 594	1 780	1 452
EBIT LIFO	394	302	255	49	431	-4 670	1 658	444	1 447	2 405	1 777	1 366
Rafineria	-34	-562	143	-727	-115	-5 039	415	-1 389	679	1 624	1 197	1 008
Rafineria LIFO	35	-150	-185	-192	47	-4 892	1 035	99	949	1 444	1 194	927
Petrochemia	512	323	250	229	371	120	385	423	515	928	442	384
Petrochemia LIFO	496	350	216	232	386	120	421	528	482	918	442	380
Energetyka	0	-1	-1	0	-1	-1	0	-3	0	0	0	0
Detal	37	282	361	235	144	272	352	317	192	240	321	262
Upstream	-6	-4	-10	-18	14	-1	15	-320	-20	-21	-26	-28
Funkcje korporacyjne	-168	-176	-127	-208	-160	-168	-165	-177	-156	-177	-154	-175
zdarzenia jednorazowe	5	35	-10	-168	201	-4 989	7	-377	19	0	0	0
EBIT LIFO adj*	389	267	265	217	230	319	1 651	821	1 428	2 405	1 777	1 366
marża	1,4%	0,9%	0,9%	0,8%	1,0%	1,1%	5,7%	3,3%	7,1%	9,9%	7,3%	5,6%
Amortyzacja	538	535	541	556	522	524	459	485	452	473	477	487
EBITDA	879	398	1 158	67	776	-4 293	1 461	-664	1 662	3 067	2 257	1 938
EBITDA LIFO adj*	927	802	806	773	752	843	2 110	1 306	1 880	2 877	2 254	1 853
marża	3,4%	2,8%	2,7%	2,8%	3,1%	2,9%	7,2%	5,2%	9,4%	11,9%	9,2%	7,6%
Rafineria	282	84	59	233	80	274	1 170	295	1 085	1 601	1 351	1 084
Petrochemia	670	523	441	409	556	339	585	695	635	1 087	614	555
Energetyka	0	-1	-1	0	-1	-1	0	-3	0	0	0	0
Detal	124	368	461	325	223	359	441	421	281	332	412	354
Upstream	-5	-4	-10	-7	29	26	51	43	14	17	14	18
Funkcje korporacyjne	-144	-169	-145	-187	-136	-160	-137	-158	-135	-160	-137	-158
Inne	0	1	1	0	1	6	0	13	0	0	0	0

Źródło: *BDM S.A. *wynik oczyszczony o LIFO oraz saldo pozostałej działalności operacyjnej, **wyniki do 4Q'13 pokazane wg starej metodologii konsolidacji BOP i PPP-T (brak danych porównywalnych za cały okres 1-4Q'13)*

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego modelu [mln PLN]

	2015P			2016P		
	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Brent [USD/bbl]	62,5	59,1	-5,5%	69,4	63,7	-8,2%
Marża rafineria z dyf. [USD/bbl]	8,8	9,3	5,7%	7,0	7,4	5,2%
Marża pet-chem [EUR/t]	797	836	4,9%	745	743	-0,3%
Przychody	93 949	93 143	-0,9%	104 060	102 421	-1,6%
EBITDA	8 289	8 925	7,7%	6 681	7 456	11,6%
EBITDA LIFO	7 481	8 884	18,8%	6 408	7 026	9,6%
EBITDA LIFO skoryg*	7 461	8 865	18,8%	6 408	7 026	9,6%
EBIT	6 400	7 036	9,9%	4 584	5 350	16,7%
Zysk brutto	6 188	6 553	5,9%	4 321	5 021	16,2%
Zysk netto	4 908	5 185	5,7%	3 410	3 972	16,5%
Marża EBITDA	8,8%	9,6%		6,4%	7,3%	
Marża EBIT	6,8%	7,6%		4,4%	5,2%	
Marża zysku netto	5,2%	5,6%		3,3%	3,9%	

*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*

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przerób ropy [tys t]	27 785	27 940	28 215	27 276	30 532	31 232	31 492	31 492	31 492	30 722	31 492	31 500	31 505	31 523
Przychody	106 971	120 100	113 852	106 832	93 143	102 421	107 879	111 359	112 700	112 985	115 495	116 548	118 110	119 250
Downstream	72 787	81 844	77 303	70 549	61 191	66 357	69 003	70 611	70 565	69 283	70 757	70 761	71 036	71 046
Detal	34 038	38 140	36 461	35 913	31 651	35 643	38 358	40 200	41 584	43 144	44 180	45 229	46 512	47 640
Upstream	0	1	17	298	233	352	449	479	483	489	489	489	493	495
Funkcje korporacyjne	146	115	71	72	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69
EBIT	2 065	2 024	332	-4 710	7 036	5 350	4 463	4 313	4 163	4 220	4 368	4 413	4 498	4 576
EBIT LIFO	-284	2 200	1 000	-2 137	6 995	4 920	4 263	4 261	4 176	4 201	4 371	4 416	4 501	4 579
Rafineria	2 102	927	-1 180	-6 128	4 508	3 615	2 642	2 446	2 256	2 221	2 302	2 282	2 297	2 310
Rafineria LIFO	-139	1 082	-492	-3 711	4 514	3 207	2 452	2 397	2 269	2 203	2 305	2 286	2 299	2 312
Petrochemia	12	1 205	1 314	1 299	2 269	1 440	1 449	1 421	1 395	1 404	1 399	1 397	1 392	1 388
Petrochemia LIFO	-96	1 226	1 294	1 455	2 222	1 418	1 439	1 419	1 396	1 403	1 400	1 397	1 392	1 388
Energetyka	0	0	0	-5	0	-24	-3	5	8	31	53	69	89	104
Detal	426	647	915	1 085	1 015	1 070	1 124	1 175	1 222	1 271	1 321	1 372	1 424	1 479
Upstream	0	-20	-38	-292	-94	-92	-91	-76	-61	-49	-49	-49	-46	-46
Funkcje korporacyjne	-475	-735	-679	-670	-662	-658	-658	-658	-658	-658	-658	-658	-658	-658
zdarzenia jednorazowe	-1 386	-589	-138	-5 158	19	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT LIFO adj*	1 102	2 789	1 138	3 021	6 976	4 920	4 263	4 261	4 176	4 201	4 371	4 416	4 501	4 579
marża	1,0%	2,3%	1,0%	2,8%	7,5%	4,8%	4,0%	3,8%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Amortyzacja	2 380	2 260	2 170	1 990	1 889	2 106	2 159	2 244	2 239	2 263	2 263	2 263	2 263	2 264
EBITDA	4 445	4 284	2 502	-2 720	8 925	7 456	6 622	6 557	6 402	6 483	6 631	6 675	6 761	6 841
EBITDA LIFO adj*	3 482	5 049	3 308	5 011	8 865	7 026	6 423	6 505	6 415	6 463	6 634	6 679	6 764	6 844
marża	3,3%	4,2%	2,9%	4,7%	9,5%	6,9%	6,0%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Rafineria	1 223	2 727	658	1 819	5 121	3 866	3 112	3 056	2 928	2 888	2 990	2 970	2 984	2 997
Petrochemia	1 971	1 925	2 043	2 175	2 891	2 121	2 142	2 122	2 099	2 106	2 103	2 100	2 095	2 091
Energetyka	0	0	0	-5	0	51	72	155	158	181	203	219	239	254
Detal	842	1 035	1 278	1 444	1 378	1 440	1 499	1 551	1 600	1 649	1 699	1 750	1 802	1 857
Upstream	0	-19	-26	149	64	138	188	211	221	229	229	229	233	234
Funkcje korporacyjne	-554	-620	-645	-591	-590	-590	-590	-590	-590	-590	-590	-590	-590	-590
Inne	0	1	0	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	2 792	2 624	157	-6 246	6 553	5 021	4 256	4 163	4 081	4 159	4 326	4 424	4 553	4 665
Zysk netto**	2 363	2 345	176	-5 811	5 185	3 972	3 361	3 284	3 217	3 279	3 412	3 491	3 593	3 683
Dług netto	7 686	6 762	4 668	6 810	3 191	3 922	2 393	390	-1 494	-3 183	-4 990	-6 533	-8 120	-9 661
Dług netto/EBITDA LIFO adj	2,2	1,3	1,4	1,4	0,4	0,6	0,4	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2	-1,4

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

DANE FINANSOWE

Bilans [mld PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	26,87	26,92	25,01	26,37	28,20	29,76	29,82	29,87	29,92	30,01	30,09	30,12	30,12
Wartości niematerialne i prawne	1,45	0,82	0,70	0,73	0,76	0,80	0,83	0,86	0,89	0,91	0,94	0,96	0,19
Rzeczowe aktywa trwałe	24,74	24,90	22,64	24,31	26,11	27,63	27,66	27,68	27,70	27,77	27,82	27,83	28,60
Pozostałe aktywa trwałe	0,68	1,20	1,66	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33
Aktywa obrotowe	25,76	24,43	21,72	23,30	25,36	25,23	25,98	26,35	26,41	27,03	27,26	28,37	29,45
Zapasy	15,01	13,75	9,83	9,09	11,43	11,28	11,40	11,39	11,28	11,39	11,44	11,44	11,44
Należności krótkoterminowe	8,16	7,83	7,09	6,47	7,92	7,93	8,05	8,06	8,01	8,11	8,15	8,17	8,19
Inwestycje krótkoterminowe	2,58	2,85	4,80	7,73	6,01	6,03	6,53	6,90	7,13	7,53	7,68	8,76	9,82
-środki pieniężne i ekwiwalenty	2,21	2,69	3,94	7,60	5,88	5,90	6,40	6,78	7,00	7,41	7,55	8,64	9,69
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	52,63	51,35	46,73	49,67	53,56	54,99	55,80	56,22	56,33	57,04	57,35	58,49	59,57
Kapitał (fundusz) własny	26,48	25,95	18,77	23,54	27,66	30,00	32,10	33,95	35,69	37,40	39,01	40,55	42,00
Udziały mniejszości	1,83	1,60	1,62	1,74	1,84	1,93	2,03	2,12	2,21	2,31	2,40	2,50	2,60
Zobowiązania i rezerwy na zob.	24,32	23,80	26,34	24,39	24,06	23,06	21,68	20,15	18,42	17,34	15,94	15,45	14,97
Rezerwy na zobowiązania	2,13	2,02	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43
Zobowiązania długoterminowe	7,85	6,64	11,51	10,17	9,17	7,67	6,16	4,65	3,19	1,79	0,39	0,39	0,39
- w tym dług oprocentowany	7,68	6,51	9,76	9,81	8,82	7,31	5,80	4,30	2,83	1,43	0,03	0,03	0,03
Zobowiązania krótkoterminowe	14,16	15,01	13,26	12,66	13,32	13,83	13,96	13,94	13,67	13,99	14,00	13,50	13,02
- w tym dług oprocentowany	1,29	0,85	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,49	0,00
Pasywa razem	52,63	51,35	46,73	49,67	53,56	54,99	55,80	56,22	56,33	57,04	57,35	58,49	59,57

Rachunek zysków i strat [mld PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	120,10	113,60	106,83	93,14	102,42	107,88	111,36	112,70	112,99	115,50	116,55	118,11	119,25
Zysk (strata) na sprzedaży	2,61	0,41	0,39	7,02	5,35	4,46	4,31	4,16	4,22	4,37	4,41	4,50	4,58
EBITDA	4,28	2,42	-2,72	8,92	7,46	6,62	6,56	6,40	6,48	6,63	6,68	6,76	6,84
EBITDA LIFO	4,46	3,09	-0,15	8,88	7,03	6,42	6,51	6,42	6,46	6,63	6,68	6,76	6,84
EBIT	2,02	0,31	-4,71	7,04	5,35	4,46	4,31	4,16	4,22	4,37	4,41	4,50	4,58
EBIT LIFO	2,20	0,98	-2,14	7,00	4,92	4,26	4,26	4,18	4,20	4,37	4,42	4,50	4,58
Saldo działalności finansowej	0,60	-0,15	-1,54	-0,48	-0,33	-0,21	-0,15	-0,08	-0,06	-0,04	0,01	0,05	0,09
Zysk (strata) brutto	2,62	0,16	-6,25	6,55	5,02	4,26	4,16	4,08	4,16	4,33	4,42	4,55	4,66
Zyski (straty) mniejszości	-0,18	-0,09	-0,02	0,13	0,10	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10
Zysk (strata) netto	2,35	0,18	-5,81	5,19	3,97	3,36	3,28	3,22	3,28	3,41	3,49	3,59	3,68

CF [mld PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	3,09	5,54	3,19	8,10	4,23	6,45	5,67	5,65	5,59	5,87	5,72	5,83	5,90
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,87	-2,44	-4,02	-3,51	-3,84	-3,63	-2,21	-2,19	-2,21	-2,24	-2,23	-2,17	-2,12
Przepływy z działalności finansowej	-3,41	-2,44	2,08	-0,92	-2,11	-2,80	-2,96	-3,08	-3,16	-3,22	-3,34	-2,58	-2,72
Przepływy pieniężne netto	-3,20	0,66	1,25	3,67	-1,72	0,02	0,49	0,38	0,22	0,41	0,14	1,09	1,05
Środki pieniężne na początek okresu	5,41	2,03	2,69	3,94	7,60	5,88	5,90	6,40	6,78	7,00	7,41	7,55	8,64
Środki pieniężne na koniec okresu	2,21	2,69	3,94	7,60	5,88	5,90	6,40	6,78	7,00	7,41	7,55	8,64	9,69

Wybrane dane finansowe [mld PLN] i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-6,0%	-12,8%	10,0%	5,3%	3,2%	1,2%	0,3%	2,2%	0,9%	1,3%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-16,5%	-11,2%	-1,0%	-2,4%	1,3%	2,3%	0,7%	1,3%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-	-	-24,0%	-16,6%	-3,4%	-3,5%	1,4%	3,5%	1,0%	1,9%	1,7%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-23,4%	-15,4%	-2,3%	-2,0%	1,9%	4,1%	2,3%	2,9%	2,5%
Marża EBITDA	-2,5%	9,6%	7,3%	6,1%	5,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Marża EBITDA LIFO	-0,1%	9,5%	6,9%	6,0%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Marża EBIT	-4,4%	7,6%	5,2%	4,1%	3,9%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża EBIT LIFO	-2,0%	7,5%	4,8%	4,0%	3,8%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża brutto	-5,8%	7,0%	4,9%	3,9%	3,7%	3,6%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	3,9%
Marża netto	-5,4%	5,6%	3,9%	3,1%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,1%
ROE	-31,0%	22,0%	14,4%	11,2%	10,2%	9,5%	9,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	-12,4%	10,4%	7,4%	6,1%	5,9%	5,7%	5,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	10,7	10,8	9,8	8,3	6,8	5,3	3,8	2,4	1,0	0,5	0,0
D / (D+E)	23,0%	21,7%	18,3%	15,1%	12,2%	9,4%	6,8%	4,2%	1,8%	0,9%	0,0%
D / E	29,9%	27,8%	22,4%	17,8%	13,9%	10,4%	7,3%	4,4%	1,8%	0,9%	0,0%
Odsetki / EBIT	32,6%	-6,9%	-6,2%	-4,6%	-3,5%	-2,0%	-1,5%	-0,9%	0,3%	1,2%	1,9%
Dług / kapitał własny	57,3%	45,9%	35,4%	27,7%	21,2%	15,6%	10,7%	6,5%	2,6%	1,3%	0,1%
Dług netto	6,8	3,2	3,9	2,4	0,4	-1,5	-3,2	-5,0	-6,5	-8,1	-9,7
Dług netto / kapitał własny	36,3%	13,6%	14,2%	8,0%	1,2%	-4,4%	-8,9%	-13,3%	-16,7%	-20,0%	-23,0%
Dług netto / EBITDA	-2,5	0,4	0,5	0,4	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2	-1,4
Dług netto / EBIT	-1,4	0,5	0,7	0,5	0,1	-0,4	-0,8	-1,1	-1,5	-1,8	-2,1
EV	37,8	34,2	34,9	33,4	31,4	29,5	27,8	26,0	24,5	22,9	21,3
Dług / EV	28,4%	31,6%	28,1%	24,8%	21,6%	17,9%	13,7%	9,3%	4,1%	2,3%	0,1%
CAPEX / Przychody	3,5%	3,8%	3,8%	3,4%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	175,3%	189,6%	187,1%	172,0%	102,7%	102,3%	102,2%	103,9%	103,5%	101,2%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	1,9%	2,0%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
Zmiana KO / Przychody	-1,3%	-1,0%	2,1%	-0,6%	0,1%	0,0%	0,1%	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	19,9%	6,5%	23,7%	-11,0%	4,5%	2,0%	34,5%	-3,0%	8,7%	2,5%	2,3%

Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	-	6,0	7,8	9,2	9,4	9,6	9,5	9,1	8,9	8,6	8,4
P/BV*	1,7	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
P/CE*	-	4,4	5,1	5,6	5,6	5,7	5,6	5,5	5,4	5,3	5,2
EV/EBITDA*	-	3,8	4,7	5,0	4,8	4,6	4,3	3,9	3,7	3,4	3,1
EV/EBIT*	-	4,9	6,5	7,5	7,3	7,1	6,6	6,0	5,5	5,1	4,7
EV/S*	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	43,9	55,0	64,7	70,1	75,0	79,4	83,5	87,4	91,2	94,8	98,2
EPS	-13,6	12,1	9,3	7,9	7,7	7,5	7,7	8,0	8,2	8,4	8,6
CEPS	-8,9	16,5	14,2	12,9	12,9	12,8	13,0	13,3	13,5	13,7	13,9
DPS	1,44	1,65	2,00	2,40	2,80	3,20	3,60	4,00	4,40	4,80	5,20
Payout ratio**	350,6%	-	16,5%	25,8%	35,6%	41,7%	47,9%	52,2%	55,2%	58,8%	61,9%

*Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 72,5 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

Krystian 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
deweloperzy, handel

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	80,0	Trzymaj	70,0	10.07.2015	72,5	52 173
Trzymaj	70,0	Akumuluj	40,8	21.05.2015	73,0	56 900
Akumuluj	40,8	Trzymaj	39,8	05.08.2014	37,0	51 090
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 3Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	2	50%
Trzymaj	1	25%
Redukuj	1	25%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: 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. 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.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 10.07.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.07.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A." Zaznaczamy, że na dzień 10.07.2015 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.