



Dom Maklerski BDM S.A.

PKN ORLEN

RAPORT ANALITYCZNY

Mimo zaprezentowania rekordowych sezonowo oczyszczonych wyników zarówno w 3Q'15 jak i 4Q'15 oraz utrzymywania się w miarę korzystnego otoczenia makro także na początku 2016 roku, kurs PKN Orlen znajduje się od kilku miesięcy pod presją podaży. Obecnie kapitalizacja spadła poniżej 25 mld PLN (utrata 12 mld PLN od sierpniowego szczytu!). Poza splotem kilku kwestii operacyjnych (m.in. awaria w Litwinowie, transakcje M&A w upstreamie, możliwy podatek handlowy) słabego sentymentu do akcji spółki można szukać w niepewności dotyczącej zapowiadanej korekty strategii, do której dojdzie po dokonanych już zmianach w zarządzie. Zdając sobie sprawę z ciężających nad spółką czynników ryzyka, ale jednocześnie biorąc pod uwagę zaawansowany spadek kursu, który może na wyrost dyskutować negatywne scenariusze, decydujemy się podnieść nasze zalecenie do Kupuj, korygując cenę docelową z 80,0 na 69,1 PLN (podnosimy m.in. wskaźnik beta).

Inwestorów w niepewności może trzymać perspektywa weryfikacji strategii, do której powinno dojść w ciągu kilku miesięcy. Z jednej strony jest ona konieczna ze względu na zupełnie inne niż w 2014 ceny ropy, z drugiej jednak może budzić znaki zapytania związane z potencjalnymi inwestycjami. Zwracamy uwagę, że dość silna pozycja bilansowa Orlenu może przynieść pokusę wykorzystania go do odkupu innych aktywów należących do Skarbu Państwa (tym bardziej w kontekście potrzeb sfinansowania nowych programów rządowych po 2016 roku) lub uczestnictwa w projektach, gdzie niekoniecznie musi liczyć się zwrot na kapitale. Jednocześnie zwracamy uwagę, że mieszanie polityki do Orlenu to nic nowego w historii spółki. Spoglądając historycznie, kurs jest jednak przede wszystkim pochodną wyników finansowych (a pośrednio marży rafinerijnej).

Marża pet-chem w styczniu'16 wzrosła o 229 EUR/t r/r a marża rafinerijna liczona z dyferencjałem o 1,5 USD/bbl r/r. Podchodzimy na razie sceptycznie do możliwości powtórzenia tak dobrych jak w 2015 roku marż produktowych przez cały rok, jeśli zrealizuje się scenariusz odbicia cen ropy (trudności z utrzymaniem obecnego poziomu podaży w średnim terminie przy cenach <30 USD/bbl). Oczyszczona EBITDA LIFO za 2015 rok wyniosła ponad 10 mld PLN. W 2016 roku zakładamy spadek do 7,1 mld PLN. Przy bieżącym EV na poziomie 31 mld PLN, nadal daje to jednak atrakcyjny poziom EV/EBITDA'16 <4,5x (często benchmarkowany turecki Tuprasa handlowany jest wg konsensusu na poziomie 6,1x).

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mld PLN]	113,6	106,8	88,3	71,9	83,4	88,1
EBITDA [mld PLN]	2,4	-2,7	6,2	7,4	7,7	7,3
EBITDA LIFO [mld PLN]	3,1	-0,1	7,7	7,1	7,2	7,1
EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]*	3,4	5,0	10,4	7,1	7,2	7,1
EBIT [mld PLN]	0,3	-4,7	4,3	5,2	5,4	4,9
Zysk netto [mld PLN]	0,2	-5,8	2,8	3,6	3,9	3,5
Dług netto [mld PLN]	4,7	6,7	6,8	6,3	4,1	2,0
P/BV	0,9	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8
P/E	138,5	-	8,6	6,8	6,3	6,9
EV/EBITDA	12,0	-	5,0	4,2	3,7	3,6
EV/EBITDA LIFO	9,4	-	4,0	4,3	4,0	3,7
EV/EBITDA LIFO skoryg.	8,6	6,2	3,0	4,3	4,0	3,7
EV/EBIT	94,6	-	7,2	5,9	5,3	5,3

*wynik skorygowany o saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz inne określone przez spółkę zdarzenia

KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 69,1 PLN

15 LUTY 2016

Wycena DCF [PLN]	69,1
Wycena porównawcza [PLN]	79,5
Wycena końcowa [PLN]	69,1
Potencjał do wzrostu / spadku	21,2%
Koszt kapitału	10,0%

Cena rynkowa [PLN]	57,0
Kapitalizacja [mln PLN]	24 379
Ilość akcji [mln. szt.]	427,7

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	85,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	57,9

Stopa zwrotu za 3 mc	-14,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-28,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-14,7%

Struktura akcjonariatu:

Skarb Państwa	27,5%
ING OFE	9,3%
Aviva OFE	7,5%
Pozostali	55,7%

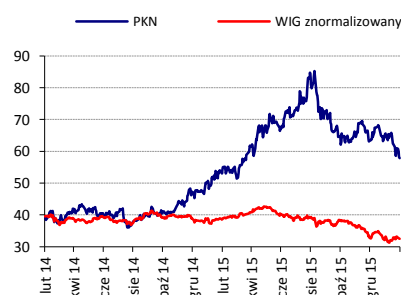
Krzysztof Pado

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
ZMIANY WE WŁADZACH SPÓŁKI/STRATEGIA.....	4
WYCENA DCF	6
WYCENA PORÓWNAWCZA	9
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA	10
WYNIKI 4Q'15 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	16
DANE FINANSOWE	20

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 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 69,1 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 79,5 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 69,1 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	69,1
Wycena metodą porównawczą	0%	79,5
Wycena 1 akcji PKN Orlen [PLN]		69,1

Źródło: BDM S.A.

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

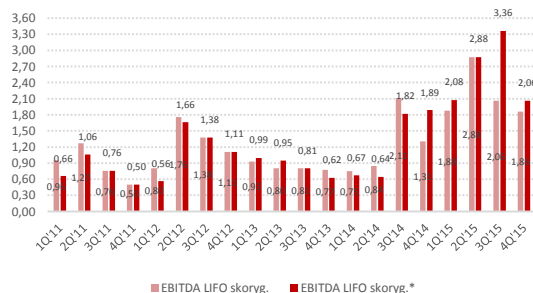


Naszym zdaniem kurs z nawiązką zdyskontował już ścieżkę pogorszenia wyników spółki w 2016 roku. Biorąc pod uwagę historyczną zależność pomiędzy kursem a oczyszczonym wynikiem EBITDA obecny poziom kursu odpowiada wynikowi rocznemu w granicach 5,5 mld PLN (konsensus na 2016 na EBITDA wynosi 7,1 mld PLN, na 2017: 7,0 mld PLN).

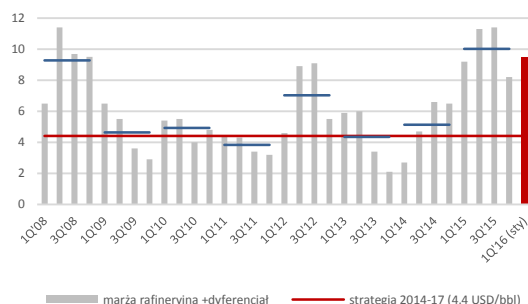
Zwracamy uwagę, że nawet niższe marże w rafinerii czy petrochemii są jak na razie wyższe r/r i dodatkowo wspierane przez słabe zachowanie PLN. Tym co może niepokoić w perspektywie kolejnych miesięcy to duże zapasy w USA i słabniejący popyt w Chinach (szczególnie na diesla).

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)

Kwartalna EBITDA LIFO [mln PLN]

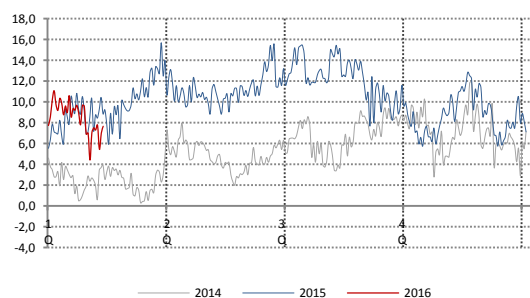


Modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]



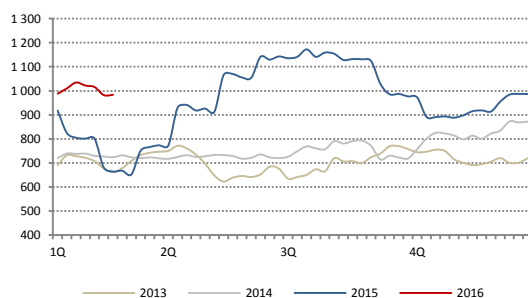
Źródło: BDM S.A., spółka, skoryg.=oczyszczona o saldo PPO/PKO, skoryg.* = oczyszczona także o inne czynniki

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

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

ZMIANY WE WŁADZACH SPÓŁKI/STRATEGIA

Nowy skład zarządu

PKN Orlen na GPW zadebiutował pod koniec 1999 roku. Powołany w końcówce 2015 roku Wojciech Jasiński jest ósmym prezesem, który zarządza spółką w czasie jej giełdowej historii. Do zmian w zarządzie spółki dochodziło zwykle krótko po zmianach w układzie sił parlamentarnych (jedynym prezesem, który zarządzał spółką przez dłuższy czas po zmianie władzy był Igor Chałupec w latach 2004-2007).

Koalicje rządzące a zmiany na stanowisku prezesa PKN Orlen

koalicja rządząca	okres rządów		prezes	okres prezesury	
AWS – UW	1997-10-31	2001-10-19	Andrzej Modrzejewski	1999-04-16	2002-02-08
SLD – UP – (PSL)	2001-10-19	2005-10-31	Zbigniew Wróbel	2002-02-08	2004-07-28
			Jacek Walczykowski	2004-07-28	2004-08-16
			Igor Chałupec	2004-08-16	2007-01-18
PiS – (Samobrona – LPR)	2005-10-31	2007-11-16	Piotr Kownacki	2007-01-18	2008-02-28
PO – PSL	2007-11-16	2015-10-16	Wojciech Heydel	2008-02-28	2008-09-18
			Dariusz Jacek Krawiec	2008-09-18	2015-12-16
PiS – ZP	2015-10-16		Wojciech Jasiński	2015-12-16	

Źródło: BDM S.A.

Poza powołaniem w grudniu 2015 roku na stanowisku prezesa W. Jasińskiego, na początku lutego doszło do dalszych zmian w składzie zarządu. Odwołany został Marek Podstawa odpowiadający za sprzedaż. Natomiast powołano Mirosława Kochalskiego (m.in. w latach 2006-08 prezes Ciechu) oraz Zbigniewa Leszczyńskiego (m.in. ostatnio prezes Zarządu Wodociąg i Kanalizacja w Opolu, w 2013 roku dyrektor Pionu ds. Sprzedaży i Marketingu w Kampanii Węglowej, w 2009-10 kierownik Działu Kanałów Dystrybucji i Administracji Sprzedaży w Orlenie).

Po zmianach dokonanych zarząd liczy sześć osób. W zarządzie spółki pozostali Sławomir Jędrzejczyk (wiceprezes ds. finansowych), Piotr Chęłmiński (odpowiedzialny za rozwój i energetykę) oraz Krystian Pater (odpowiedzialny za produkcję).

Nowy prezes kojarzony był dotychczas głównie z działalnością polityczną. Dwaj nowi członkowie zarządu posiadają doświadczenie biznesowe (w swojej karierze zawodowej obydwa w różnym stopniu związani już byli z Orlenem). Zakładamy, że docelowo M. Kochalski (były prezes Ciechu) może stać się główną twarzą spółki. Trudno na razie odpowiedzieć na pytanie czy (lub jak długo) na stanowiskach pozostaną członkowie zarządu z poprzedniego rozdania. Dla rynków finansowych ważna dla postrzegania spółki jest szczególnie osoba odpowiedzialna za finanse koncernu.

2016 – zapowiedź aktualizacji strategii

Orlen w ostatnich latach skupiał się głównie na rozwoju działalności petrochemicznej (organicznie) oraz wydobywczej (poprzez akwizycje). Po dużych przejęciach rafinerii w Czechach i na Litwie odpuszczono dalszy skokowy wzrost w obszarze samej produkcji rafinerijnej (trudny rynek w Europie). Wyraźnie poprawiła się sytuacja finansowa (po 2015 dług netto wynosi poniżej rocznego poziomu oczyszczonej EBITDA LIFO) a od 2013 roku spółka powróciła do wypłaty dywidend. W 2015 roku w czasie końcowego okresu władzy poprzedniej koalicji rządzącej wokół spółki pojawiały się spekulacje o możliwości uczestnictwa w procesie restrukturyzacji polskiego górnictwa. Trudno na razie odpowiedzieć na pytanie czy ten temat został zamknięty (w przeszłości Orlen angażował się w non-corowe działalności, np. Polkomtel, TV Puls). Nie dostrzegamy tu jednak żadnych synergii czy kompetencji po stronie spółki, więc zakładamy, że scenariusz bezpośredniego angażowania kapitału jest mało prawdopodobny (można sobie natomiast wyobrazić pośredni scenariusz – np. zaangażowanie się ze spółkami chemicznymi w projekt zgazowania węgla).

Na 2016 zapowiedziano aktualizację strategii (która i tak wymagała takiego kroku ze względu na mocny spadek cen ropy). Poprzedniej dokonano przy okazji publikacji wyników za 2Q'14, kiedy doszło do aktualizacji strategii do 2017 roku (poprzednią wersję przedstawiono pod koniec 2012 roku). Dla przypomnienia w okresie 2014-17 średnioroczna EBITDA LIFO miała wynieść 5,1 mld PLN (przy cenie ropy na poziomie 104 USD/bbl i kursie USD/PLN=3,1).

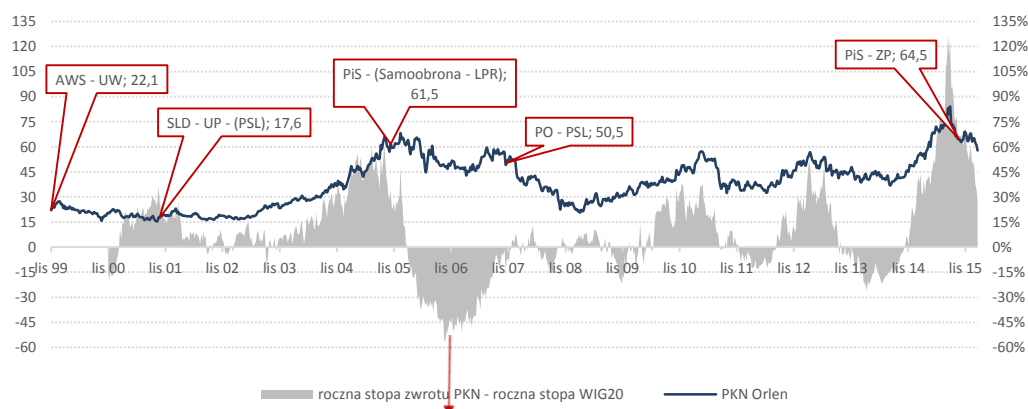
W ostatnich tygodniach pojawiły się także wypowiedzi ze strony rządu o przeglądzie całego sektora paliwowego (możliwa konsolidacja na linii PKN-Lotos-PGNiG). Zwracamy uwagę, że akcjonariusze mniejszościowi w spółkach z udziałem Skarbu Państwa muszą liczyć się z ryzykiem działań, które nie zawsze

będą uwzględniać ich interes. Orlen posiada obecnie mocną pozycję bilansową, co może rodzić np. pokusę przejmowania przez spółkę innych aktywów, których udziałowcem jest państwo (z punktu widzenia Skarbu Państwa może to być dogodniejsze niż wypłacanie wysokiej dywidendy, którą trzeba w bardzo dużym stopniu dzielić się z akcjonariuszami mniejszościowymi).

Wycena – wyniki czy polityka?

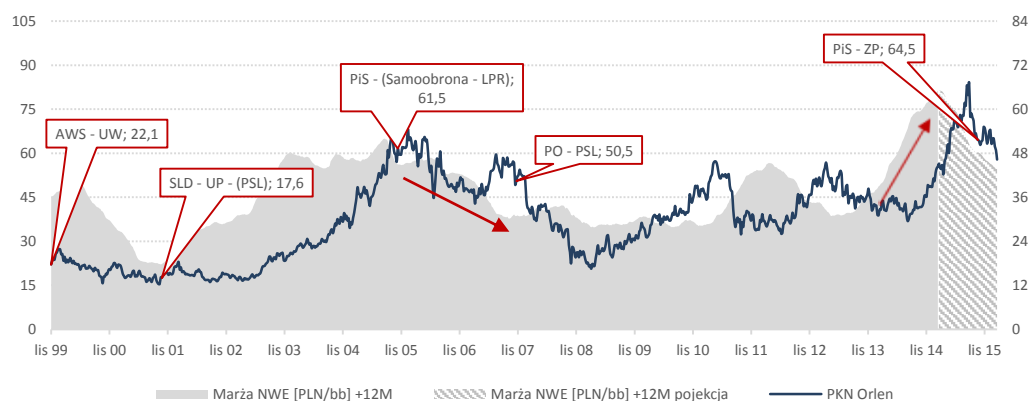
Na wykresach poniżej prezentujemy zachowania się kursu Orlenu od czasu debiutu giełdowego z nałożeniem okresu rządów poszczególnych koalicji parlamentarnych. Zwracamy uwagę, że mimo dużego „upolitycznienia” spółki zachowanie kursu związane jest przede z poziomem marża rafineryjnych. W tym kontekście jeszcze raz przypominamy wykres ze strony 3 (i zwracamy uwagę, że na przestrzeni ostatnich lat spadło zadłużenie spółki liczone wraz z „odsprzedawanymi” poza bilans zapasami obowiązkowymi)

Koalicje rządzące a kurs PKN Orlen



Źródło: BDM S.A.

Koalicje rządzące, kurs PKN Orlen a marża rafineryjna Bloomberg 3/2/1 North West Europe + dyferencjał Ural/Brent [PLN/bbl]



Źródło: BDM S.A., końcowy odcinek wykresu marży - przy przeciągnięciu marży z połowy lutego'16 na następne 12 miesięcy

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



Bardzo szybkie zdyskontowanie przez rynek pogorszenia wyników spółki (poprawy 2016 vs 2015 konsensus od dawna nie zakładał...)

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 „taniach” warstwach ropy – dane szacunkowe)

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 1,2 (poprzednio 1,0 – podnosimy wskaźnik ze względu na brak klarowności w kwestii przyszłej strategii).

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 dezinvestycji.
- Wycena zakłada kontynuację odkupu części zapasów obowiązkowych przez państwo według ustawy (do odkupu pierwszych transz 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 przed zmianami – obydwie wartości powiększa się o 10% rezerwy). Przyjmujemy, że koszty związane z wprowadzeniem opłaty zapasowej zostaną przerzucone na odbiorców.
- W modelu konserwatywnie nie ujmujemy na razie potencjalnego odszkodowania z tytułu awarii instalacji do produkcji etyleny w Litwinowie (w CAPEX-ie nie jest uwzględniony także koszt odbudowy). Na bazie posiadanych polis ubezpieczeniowych oraz szacunków dokonanych na koniec 2015 roku Unipetrol spodziewa się pokrycia przez ubezpieczycieli kosztów odbudowy instalacji, które szacowane są na około 0,65 mld PLN oraz utraconych korzyści, które w okresie do końca 2015 roku szacowane są na około 0,38 mld PLN. W 2016 roku utracone korzyści mogą wg naszych szacunków sięgnąć kolejnych 0,8 mld PLN (instalacja ma ruszyć na nowo w 3Q'16). Ujęcie kwoty odszkodowania netto (po przeznaczeniu środków na odbudowę) i założenie wypłaty większości środków w 2017 roku powiększyłoby naszą wycenę o 2,3 PLN.
- 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 15 lutego 2015 roku. Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 29,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 69,1 PLN.

Prognoza podstawowych danych w ujęciu rocznym

Podstawowe dane:	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Brent [usd/bbl]	111,3	111,6	108,6	99,0	52,4	36,1	42,3	45,6	48,0	50,0	51,2	52,0	52,2	52,2	52,2
Ural [usd/bbl]	109,6	110,3	107,6	97,3	50,6	34,3	41,3	44,6	47,0	49,0	50,2	51,0	51,2	51,2	51,2
Dyferencjał [usd/bbl]	1,7	1,3	1,0	1,7	1,9	1,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafinerijna [USD/bbl]*	2,1	5,7	3,4	3,4	8,2	5,7	5,8	5,7	5,6	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	705	686	730	781	963	893	758	743	717	719	719	719	719	719	719
USD/PLN (średni)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,96	3,94	3,89	3,82	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79
USD/PLN (eop)	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	3,95	3,94	3,89	3,82	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79
EUR/PLN (średni)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,43	4,50	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54
EUR/USD (średni)	1,39	1,28	1,33	1,33	1,11	1,12	1,14	1,17	1,19	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Cena produktów raf. [USD/t]:															
Benzyna	985	1 037	987	915	570	401	438	468	489	506	517	524	526	526	526
ON	964	985	943	862	506	350	419	445	463	478	488	494	495	495	495
COO	610	631	592	528	257	146	180	200	214	226	234	239	240	240	240
Benzyna surowa	931	936	901	842	464	339	387	415	434	450	461	467	469	469	469
Marża na produktach [USD/t]**:															
Benzyna	144	189	163	165	173	128	118	122	125	128	129	130	130	130	130
ON	124	138	120	112	110	77	99	99	99	100	100	100	100	100	100
COO	-231	-217	-232	-222	-140	-128	-140	-146	-149	-152	-154	-155	-155	-155	-155
Cena produktów petchem. [EUR/t]:															
Etylen	985	1 037	987	915	570	401	438	468	489	506	517	524	526	526	526
Propylen	964	985	943	862	506	350	419	445	463	478	488	494	495	495	495
Benzen	610	631	592	528	257	146	180	200	214	226	234	239	240	240	240
PX	931	936	901	842	464	339	387	415	434	450	461	467	469	469	469
PCW															
HDPE	144	189	163	165	173	128	118	122	125	128	129	130	130	130	130
PP	124	138	120	112	110	77	99	99	99	100	100	100	100	100	100

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

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mld PLN]	71,9	83,4	88,1	90,9	92,7	96,2	98,3	99,8	101,2	102,6
EBIT [mld PLN]*	5,20	5,39	4,93	4,54	4,46	4,58	4,46	4,42	4,48	4,53
EBIT LIFO [mld PLN]*	4,93	4,86	4,66	4,40	4,32	4,45	4,41	4,43	4,48	4,54
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mld PLN]	0,97	1,01	0,92	0,85	0,83	0,85	0,83	0,83	0,84	0,85
NOPLAT [mld PLN]*	4,23	4,39	4,01	3,70	3,63	3,72	3,63	3,60	3,64	3,68
Amortyzacja [mld PLN]	2,16	2,33	2,40	2,43	2,45	2,45	2,45	2,45	2,46	2,46
CAPEX [mld PLN]	-4,72	-3,24	-2,58	-2,56	-2,56	-2,56	-2,58	-2,52	-2,47	-2,47
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]*	0,49	0,46	-0,15	-0,09	-0,07	-0,04	-0,11	-0,04	-0,04	-0,04
FCF [mld PLN]	2,16	3,94	3,69	3,48	3,46	3,57	3,39	3,49	3,59	3,63
DFCF [mld PLN]	2,01	3,35	2,86	2,46	2,23	2,10	1,82	1,70	1,59	1,46
Suma DFCF [mld PLN]	21,57									
Wartość rezydualna [mld PLN]	40,91		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	16,47									
Wartość firmy EV [mld PLN]	38,04									
Dług netto 2015 [mld PLN]	6,81									
Udziały mniejszości [mld PLN]	1,69									
Wartość kapitału [mld PLN]	29,54									
Ilość akcji [mln szt.]	427,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	69,1									

Przychody zmiana r/r	-18,6%	16,1%	5,5%	3,2%	1,9%	3,8%	2,2%	1,5%	1,4%	1,4%
EBIT zmiana r/r	19,8%	3,7%	-8,6%	-7,8%	-1,9%	2,6%	-2,5%	-0,9%	1,3%	1,2%
FCF zmiana r/r	30,4%	82,2%	-6,6%	-5,6%	-0,6%	3,2%	-5,0%	2,8%	3,0%	1,3%
Marża EBITDA	10,2%	9,3%	8,3%	7,7%	7,5%	7,3%	7,0%	6,9%	6,9%	6,8%
Marża EBIT	7,2%	6,5%	5,6%	5,0%	4,8%	4,8%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża NOPLAT	5,9%	5,3%	4,6%	4,1%	3,9%	3,9%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%
CAPEX / Przychody	6,6%	3,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	218,8%	138,6%	107,2%	105,4%	104,2%	104,5%	105,1%	102,7%	100,5%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	-0,7%	-0,6%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3,0%	-4,0%	3,3%	3,1%	3,9%	1,2%	5,4%	3,0%	2,9%	2,8%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
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	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	82,7%	85,9%	88,7%	91,2%	93,5%	95,8%	98,2%	99,1%	100,0%	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	17,3%	14,1%	11,3%	8,8%	6,5%	4,2%	1,8%	0,9%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,2%	9,4%	9,5%	9,6%	9,8%	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%

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								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	75,2	79,8	85,4	92,6	101,9	114,7	133,1	162,1	214,3
	0,8	70,7	74,7	79,6	85,7	93,5	104,0	118,6	140,6	177,2
	0,9	66,6	70,1	74,3	79,5	86,2	94,8	106,7	123,8	150,6
	1,0	62,8	65,9	69,6	74,1	79,8	87,0	96,7	110,3	130,6
	1,1	59,4	62,1	65,3	69,3	74,1	80,3	88,3	99,2	115,1
	1,2	56,2	58,6	61,4	64,9	69,1	74,3	81,0	90,0	102,6
	1,3	53,2	55,4	57,9	60,9	64,6	69,1	74,8	82,2	92,4

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	74,2	78,7	84,2	91,1	100,1	112,4	130,0	157,3	205,7
	4%	64,3	67,5	71,4	76,2	82,2	90,0	100,5	115,3	138,0
	5%	56,2	58,6	61,4	64,9	69,1	74,3	81,0	90,0	102,6
	6%	49,5	51,3	53,4	56,0	59,0	62,7	67,2	73,1	80,8
	7%	43,8	45,2	46,9	48,8	51,0	53,7	56,9	60,9	66,0
	8%	39,0	40,1	41,4	42,8	44,5	46,5	48,8	51,7	55,2
	9%	34,8	35,7	36,7	37,9	39,2	40,7	42,4	44,5	47,0

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%	134,3	126,0	118,5	111,8	105,7	100,1	95,1	90,4	86,2
	4%	116,2	107,6	100,1	93,5	87,6	82,2	77,4	73,1	69,1
	5%	101,9	93,5	86,2	79,8	74,1	69,1	64,6	60,5	56,8
	6%	90,4	82,2	75,2	69,1	63,7	59,0	54,8	51,0	47,6
	7%	81,0	73,1	66,3	60,5	55,4	51,0	47,1	43,6	40,4
	8%	73,1	65,4	59,0	53,5	48,7	44,5	40,8	37,6	34,6
	9%	66,3	59,0	52,8	47,6	43,1	39,2	35,7	32,6	29,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

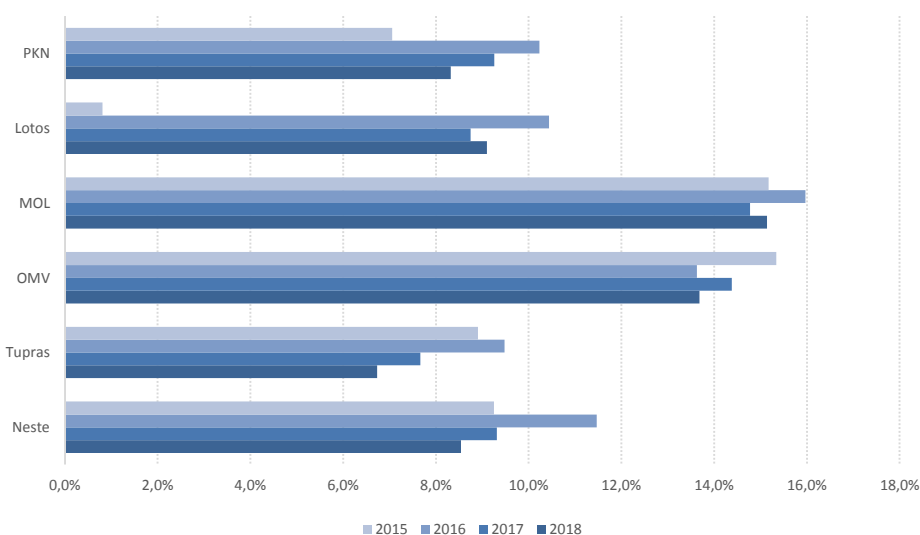
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2016-2018 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE. Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla każdego roku przyjąłmy wagę 33%. Porównując wyniki PKN ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 34,0 mld PLN mln PLN, co odpowiada 79,5 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		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Lotos	13,2	8,8	5,5	5,4	5,6	4,3
MOL	9,2	8,4	7,9	3,5	3,2	2,6
OMV	17,2	10,8	8,9	4,0	3,3	2,9
Tupras-Turkiye	7,7	7,8	9,1	6,1	6,0	6,0
Neste Oil	10,1	11,2	10,7	6,1	6,3	5,9
Mediana	10,1	8,8	8,9	5,4	5,6	4,3
PKN Orlen	6,8	6,3	6,9	4,2	3,7	3,6
Premia/dyskonto	-32,4%	-28,1%	-22,3%	-23,2%	-34,4%	-16,7%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	84,3	79,3	73,4	78,8	91,8	69,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	79,0			80,		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	79,5					

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

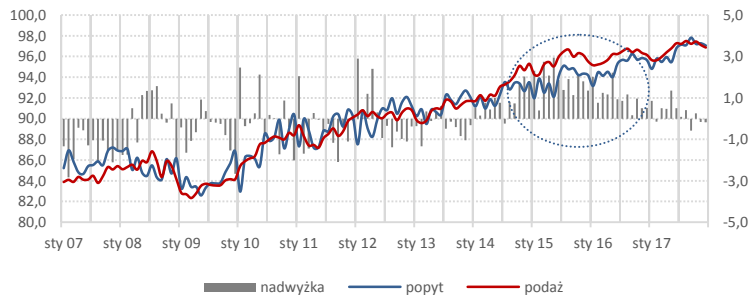
Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A.

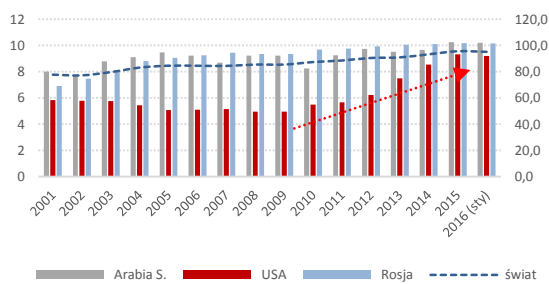
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Popyt i podaż ropy na świecie [mln bbl/d]



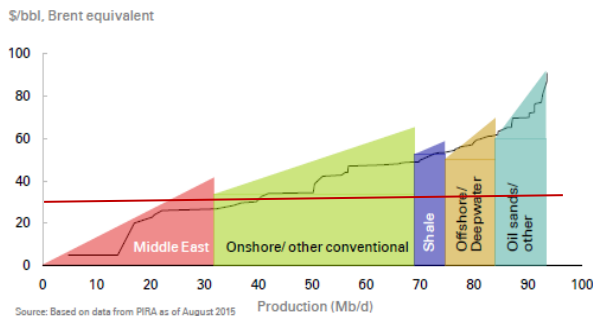
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



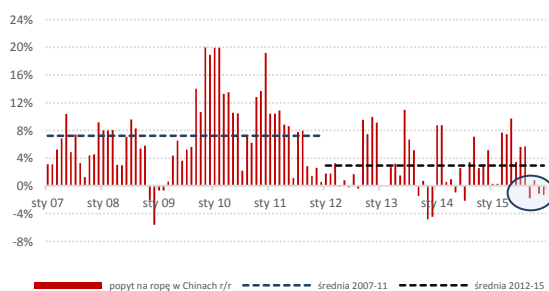
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Krzywa całkowitych kosztów produkcji ropy [USD/bbl]



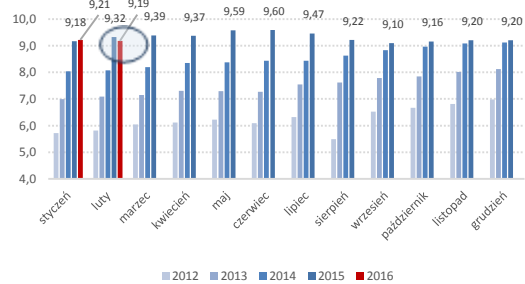
Źródło: BP: New Economics of Oil 13/10/2015

Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



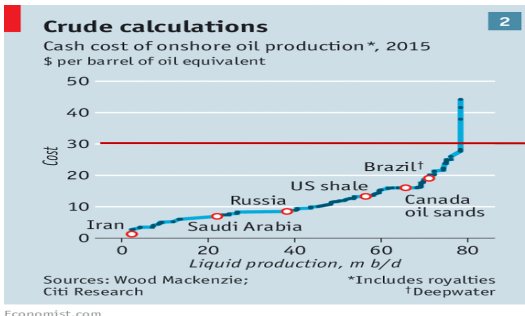
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



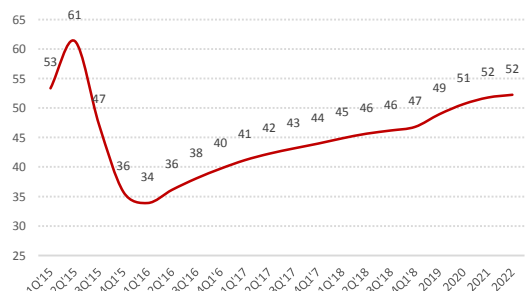
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Krzywa kosztów gotówkowych produkcji ropy [USD/bbl]



Źródło: The Economist: 23/01/2016, <http://www.economist.com/>

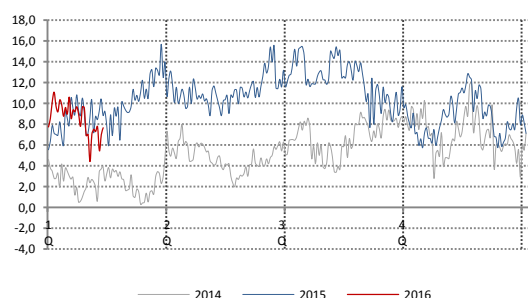
Krzywa kontraktów futures na ropę Brent – cena na koniec okresu [USD/bbl]



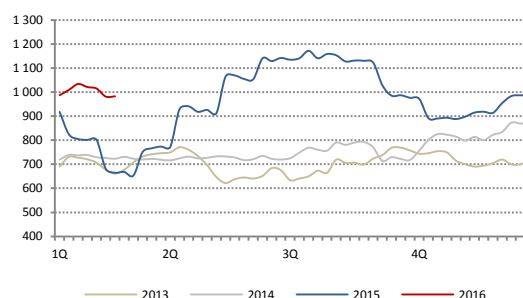
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- W styczniu cena ropy Brent spadła nawet poniżej 30 USD/bbl. W ostatnich tygodniach rynek próbował wykonać korektę na fali spekulacji o możliwych cięciach produkcji (rzekomo mających być skoordynowanymi pomiędzy Rosją a OPEC).
- Pytanie, które warto sobie postawić przy życzeniach ze strony rosyjskich producentów, to z kim naprawdę walczy o udział w rynku Arabia Saudyjska i czy nie jest to właśnie bardziej Rosja niż amerykańscy łupkowi producenci (którzy nie eksportują ropy), a polem walki jest rynek chiński i europejski.
- Jak na razie styczniowe dane o produkcji wskazują na lekki spadek globalnej produkcji - dalsze przyrosty w krajach OPEC, przy ograniczeniu produkcji w pozostałych krajach. Popyt jest jednak na tyle niski, że nadal trwa budowanie zapasów (wg lutowego raportu IEA taka sytuacja możliwa jest nadal w 2H'16, chociaż już w mniejszym zakresie).
- Pierwszy lutowy odczyt amerykańskiej produkcji ropy wskazał pierwszy od 2012 roku spadek w ujęciu r/r. Trudno orzekać czy jest to już moment przełomowy, musiałyby go potwierdzić kolejne tygodnie. Faktem jest, że sama produkcja ropy z łupków spada powoli acz systematycznie w ujęciu m/m już co najmniej od czerwca ubiegłego roku (taki zakres danych obejmuje baza na Bloombergu).
- Większość amerykańskich producentów w prezentacjach wynikowych wskazuje na planowane cięcia wydatków inwestycyjnych, ale też dokonane w 2015 i planowane na 2016 cięcia kosztów operacyjnych. Cześć spółek ma także otwarte pozycje zabezpieczające ceny ropy na 2016 rok po wyraźnie wyższych cenach niż obecne na rynku: <http://investors.pxd.com/phoenix.zhtml?c=90959&p=irol-presentations>

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



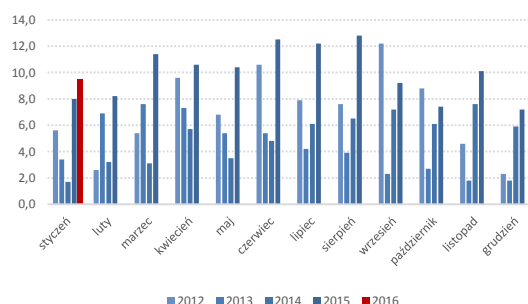
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] porównanie r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, dane dzienne

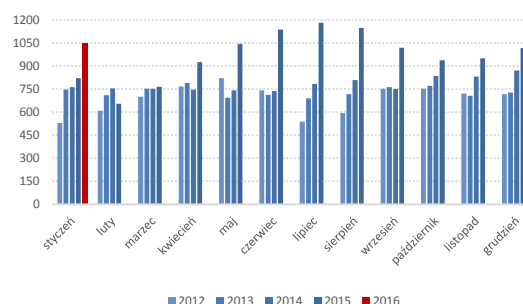
Marża = 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent

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



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

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



Źródło: BDM S.A., spółka

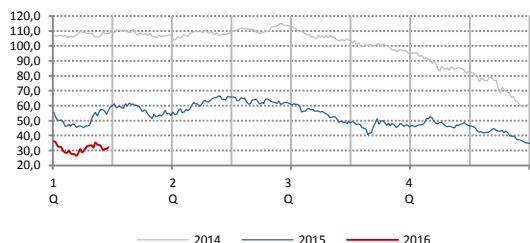
Źródło: BDM S.A., spółka

- Modelowa marża rafineryjna w styczniu'16 liczona wraz z dyferencjałem wzrosła do 9,5 USD/bbl z 8,0 USD/bbl rok temu. Sam dyferencjał Ural/Brent wyniósł 2,9 USD/bbl (1,8 USD/bbl w styczniu'15). Modelowa marża petrochemiczna wzrosła do 1 050 EUR/t (821 EUR/t). Średnia cena ropy Brent spadła do 30,7 USD/bbl z 47,9 USD/bbl.
- Sytuacja na marżach według poszczególnych produktów jest zróżnicowana. Z punktu widzenia Lotosu niepokoić mogą utrzymujące się słabe odczyty cracków na średnich destylatach (diesel, Jet, lekki olej opałowy), będące pochodną słabej zimy oraz sporej podaży (wysokie zapasy na głównych rynkach, ujemne dynamiki popytu w Chinach w ostatnich miesiącach). Nieco lepiej wygląda marża na benzynie. Natomiast nadal korzystnie przedstawia się sytuacja na ciężkim oleju opałowym a koszty przerobu własnego obniża niska cena ropy.
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) po zejściu na przełomie 2015/16 nawet w wartości ujemne (WTI droższa niż Brent), jest obecnie na zbliżonych do ubiegłego roku poziomach (znacznie niższych niż jeszcze w 2014 roku). Na bardzo dobrych poziomach w okolicy 3 USD

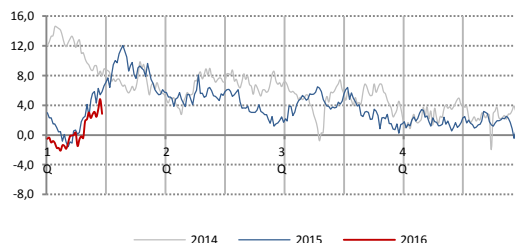
utrzymuje się kluczowy dla polskich spółek dyferencjał Brent – Ural (w czym pomaga pojawienie się podaży ropy z Bliskiego Wschodu na Bałtyku).

- Po dobrym mieszanym styczniu, w lutym nieco wyższe r/r są marże biznesu detalicznego na rynku polskim, jednak sezonowo, szczególnie na benzynie okres do wakacji jest zwykle słaby. Dość korzystnie dla krajowych producentów wygląda natomiast sytuacja na rynku hurtowym (głównie też ze względu na wysoki kurs USD/PLN).

Brent [USD/bbl] – r/r

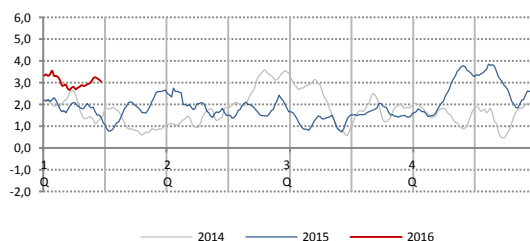


Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r



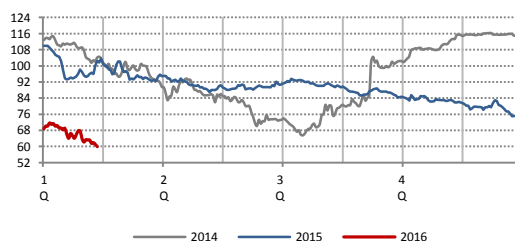
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



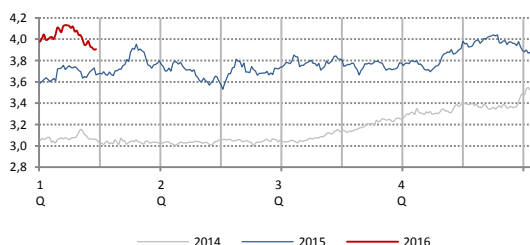
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]



Źródło: BDM S.A., Neste Oil

USD/PLN



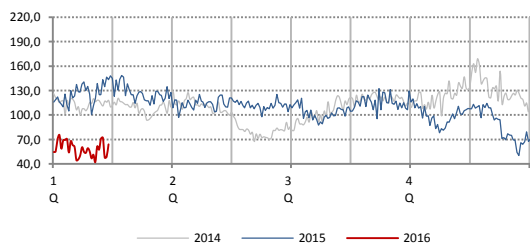
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



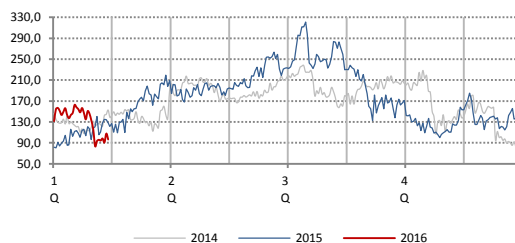
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Diesel marża [USD/t] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

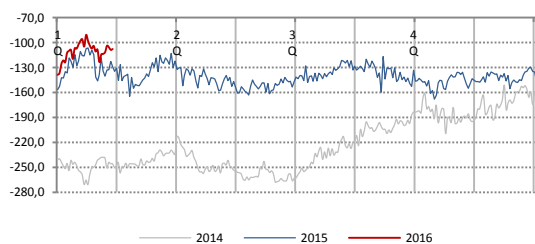
Benzyna marża [USD/t] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

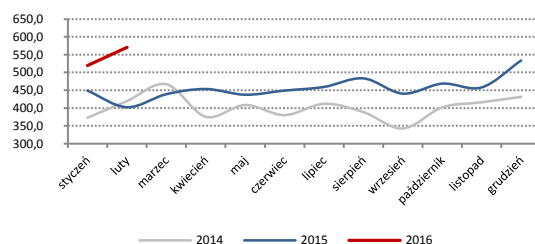
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

COO marża [USD/t] r/r



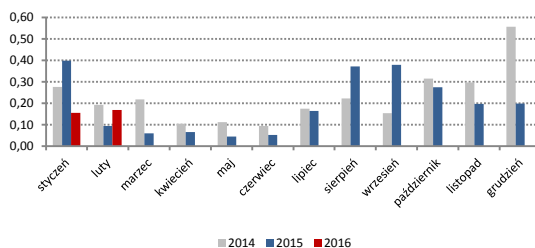
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



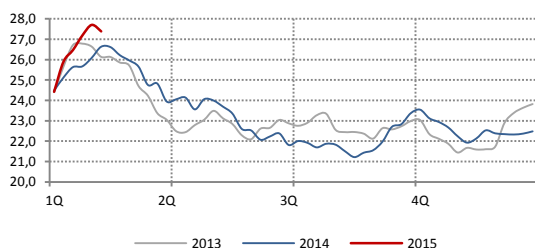
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN

Benzyna – marża detaliczna [PLN/litr]



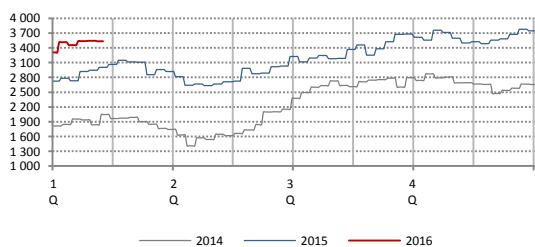
Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)

Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]



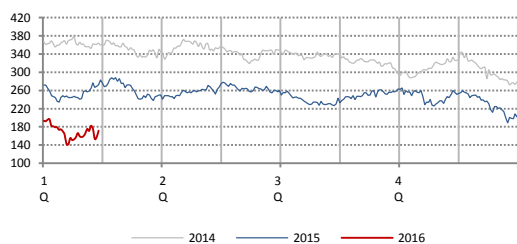
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy diesla w portach ARA [tys t]



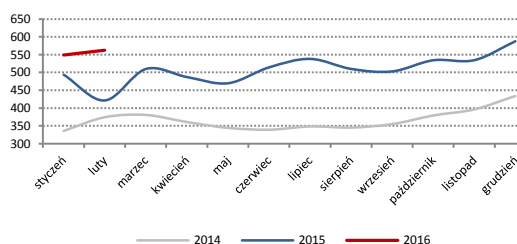
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Spread ON - COO [USD/t] r/r



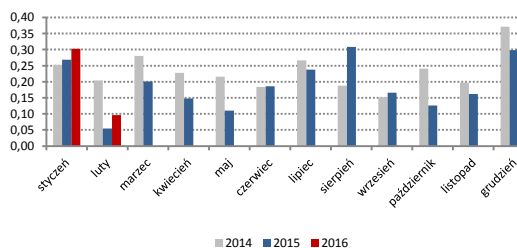
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



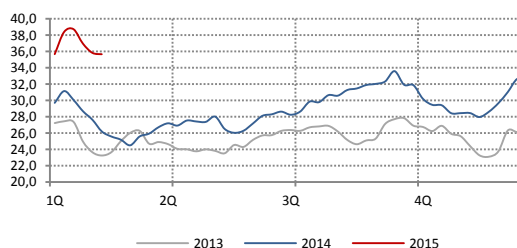
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN

ON – marża detaliczna [PLN/litr]



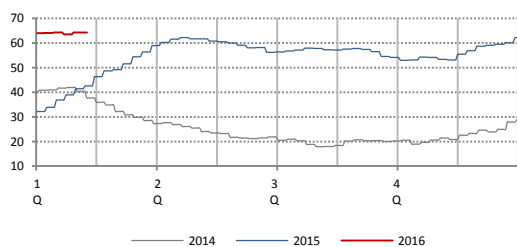
Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)

ON – zapasy/popyt USA [dni]



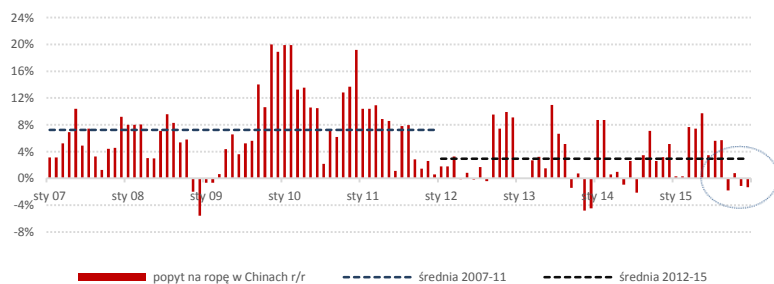
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy ropy w Cushing [mln bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

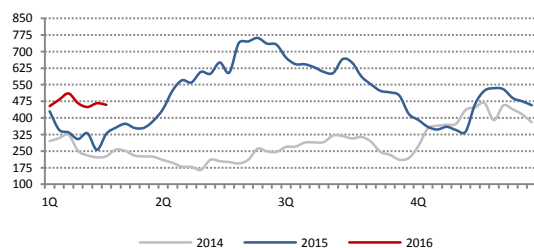
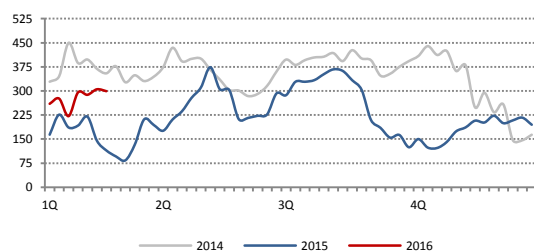
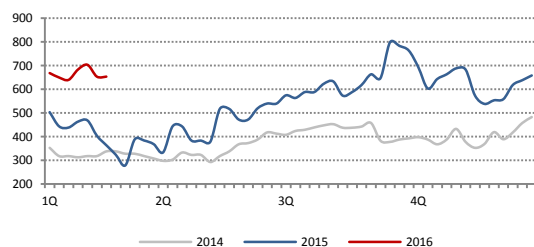
Zmiana popytu na diesla i benzynę w Chinach r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

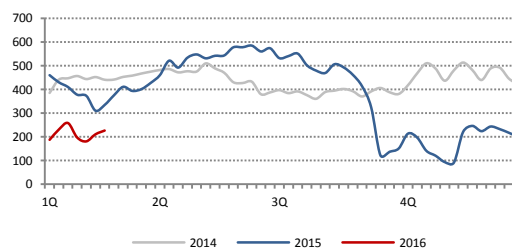
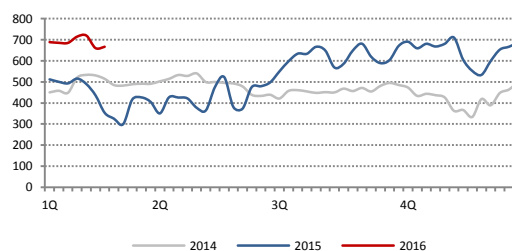
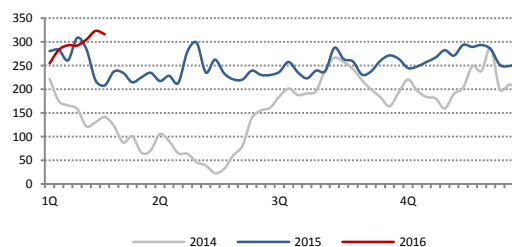
- Marże w obszarze petrochemicznym na początku 2016 roku wygląda nadal bardzo dobrze i utrzymuje się w okolicach 1000 EUR/t (w styczniu 1050 EUR/t vs 821 EUR/t w analogicznym miesiącu 2015 roku). Baza z ubiegłego roku aż do końca marca jest bardzo niska. Marże jak na początek roku wyglądają świetnie na praktycznie wszystkich kluczowych produktach poza propylenem (wysoka marża w łańcuch produkcyjnym przesunęła się do polipropylenu). Zaowocowałoby to świetnym rezultatem w 1Q'16, gdyby nie awaria instalacji w Litwinowie, której odbudowa zakończy się dopiero w 3Q'16 (spółka ma jednak spore szanse uzyskać ubezpieczenie za utracone korzyści).

Marża etylen – nafta [EUR/t]

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

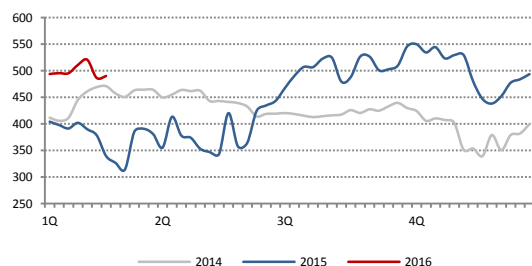
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża propylen – nafta [EUR/t]

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

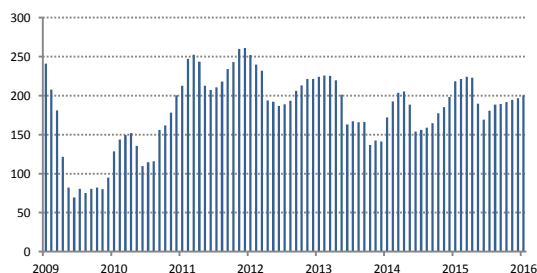
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ZCE Purified Terephthalic Acid (PTA) Future Contract

Marża PCW – etylen* [EUR/t]



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

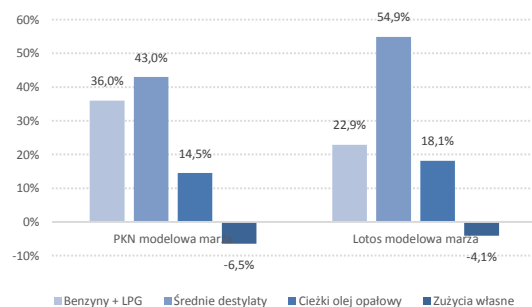
Marża saletra amonowa – gaz [EUR/t]



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

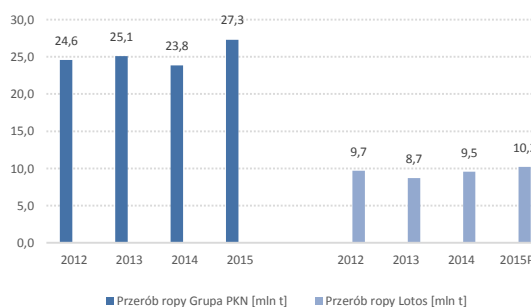
Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości wyników Orlenu i Lotosa na: i) zmianę ceny ropy w kontekście kosztów zużycia własnych i wyniku segmentu wydobywczego, ii) zmianę marży rafinerijnej na produkcji diesla. Zwracamy przy tym uwagę, że analiza nie uwzględnia innych zmian, które są zazwyczaj powiązane ze zmianami cen ropy (np. kurs USD/PLN, cena gazu w Polsce, cena usług obcych w upstreamie, zmiana kapitału obrotowego itp), które trudno byłoby ująć poniżej w jednej tabelce a które mogą mieć wpływ na wycenę spółek.

Struktura modelowej marży rafinerijnej PKN Orlen vs Lotos



Źródło: BDM S.A., spółki

Przerób ropy [mln t] PKN Orlen vs Lotos



Źródło: BDM S.A., spółki

Analiza wrażliwości na cenę ropy oraz marżę na produkcji diesla (przy innych danych stałych*) – PKN vs Lotos

Analiza wrażliwości na cenę ropy i kosztu zużycia na produkcję ropy (przy zmianie cen ropy 10% i 10% vs Lotos)									
		ropa Ural [USD/bbl]							
		2015	2016P	różnica					
		51	34	-16					
		koszt zużyć własnych [mln USD]							
	[mln bbl]	2015	2016P	różnica	różnica [mln USD] dla +/-10 USD/bbl	% EBITDA LIFO skoryg'16	wydobycie'16 [mln boe]**	różnica [mln USD] +/- 10 USD/boe**	% EBITDA LIFO skoryg'16
PKN: Modelowe zużycia własne (2015)	-12,9	-650	-441	-209	+/- 129	7,2%	5,8	+/-58	-12,9
Lotos: Modelowe zużycia własne (2015)	-3,0	-152	-103	-49	+/- 30	6,8%	9,2	+/-92	-3,0

*przy założeniu, że ceny gazu rosną w skali równej wzrostowi cen ropy

		marża Diesel NWE [USD/t]						
		2015	2016P	różnica				
		110	77	-33				
		marża [mln USD]						
		2015	2016P	różnica	różnica [mln USD] dla +/-10 USD/t	% EBITDA LIFO skoryg'16		
PKN: Modelowa produkcja średnich destylatów (2015)	[mln t]	11,7	1 285	901	-385	+/- 117	6,5%	
Lotos: Modelowa produkcja średnich destylatów (2015)	[mln t]	5,6	614	430	-184	+/- 56	12,8%	

Źródło: BDM S.A., założenia własne, *analiza nie uwzględnia innych zmian, które są zazwyczaj powiązane ze zmianami cen ropy (np. kurs USD/PLN, cena gazu w Polsce, cena usług obcych w upstreamie, zmiana kapitału obrotowego itp) a które mogą mieć wpływ na wycenę spółek, ** razem węglowodory ciekłe i gaz (na 2016 rok zakładamy, że w Orlenie gaz stanowi ok. 55%, w Lotosie ok. 47%)

WYNIKI 4Q'15 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane za 4Q'15

	4Q'14	4Q'15	zmiana r/r	4Q'15P BDM	odchyl.	4Q'15P kons	odchyl.	zakres	2014	2015	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	24 902	20 087	-19,3%	18 147	10,7%	20 041	0,2%	18 147 – 21 886	106 832	88 336	-17,3%
EBITDA	-664	321	-148,3%	308	4,2%	808	-60,3%	303 - 1209	-2 720	6 235	-329,2%
EBITDA LIFO	931	1 429	53,5%	1 414	1,1%	1 882	-24,1%	1 414 – 2 259	-147	7 745	-5368,7%
EBITDA LIFO skoryg*	1 887	2 062	9,3%	2 064	-0,1%	-	-		5 021	10 376	106,7%
EBIT	-1 149	-189	-83,6%	-182	3,6%	317	-159,6%	-182 - 737	-4 711	4 340	-192,1%
EBIT LIFO	446	919	106,1%	924	-0,5%	1 384	-33,6%	924 - 1787	-2 138	5 850	-373,6%
EBIT LIFO skoryg*	1 402	1 552	10,7%	1 574	-1,4%	-	-		3 030	8 481	179,9%
Zysk (strata) brutto	-1 414	-342	-75,8%	-402	-14,9%	-	-		-6 246	3 698	-159,2%
Zysk (strata) netto	-1 216	-81	-93,3%	-342	-76,3%	76	-206,6%	-350 - 436	-5 811	2 837	-148,8%
Marża EBITDA	-2,7%	1,6%		1,7%		4,0%			-2,5%	7,1%	
Marża EBITDA LIFO	3,7%	7,1%		7,8%		9,4%			-0,1%	8,8%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	7,6%	10,3%		11,4%		-			4,7%	11,7%	
Marża EBIT	-4,6%	-0,9%		-1,0%		1,6%			-4,4%	4,9%	
Marża zysku netto	-4,9%	-0,4%		-1,9%		0,4%			-5,4%	3,2%	

Źródło: BDM S.A., spółka, * wynik oczyszczony o efekt LIFO oraz saldo pozostałej działalności operacyjnej a także inne raportowane przez spółkę zdarzenia uznane za jednorazowe

Niskie ceny ropy sprzyjały nadal bardzo dobrym marżom w rafinerii. Dodatkowo 4Q'15 przyniósł wysokie marże w segmencie petrochemicznym (choć już poniżej rekordowych 1000 EUR/t). Nieco słabiej w ujęciu r/r wyglądały marże w detalu. Skorygowany wynik na poziomie EBITDA LIFO za 4Q'15 zgodny z naszymi oczekiwaniami i lekko powyżej konsensusu. Raportowana EBITDA LIFO wyniosła 1 429 mln PLN. Wynik skorygowany o odpisy na aktywach (głównie upstream zagraniczny: -0,4 mld PLN) to 1 866 mln PLN. Powyższy wynik można jeszcze oczyścić o odpis na zapasach dokonany zgodnie z MSR2 (-0,2 mld PLN wg prezentacji). Całkowicie oczyszczony wyniki w takim układzie to 2 066 mln PLN (na co składa się 1,4 mld PLN w rafinerii, 0,5 mld PLN w petrochemii, 0,4 mld PLN w detalu, 0,0 mld PLN w upstreamie oraz -0,2 mld kosztów korporacyjnych). Oczekiwaliśmy 2 064 mln PLN. Zadłużenie netto na koniec roku wyniosło 6,8 mld PLN (zrealizowany CAPEX: 3,2 mld PLN plus 1,5 mld PLN na nabycie aktywów w Kanadzie oraz 0,1 mld PLN na nabycie udziałów w Ceska Rafinerska).

Zwracamy uwagę, że awaria instalacji w Litvinowie mogła zdjąć z wyniku samego 4Q'15 około 0,3 mld PLN. W raporcie kwartalnym spółka poinformowała, że na bazie posiadanych polis ubezpieczeniowych oraz szacunków dokonanych na koniec 2015 roku Unipetrol spodziewa się pokrycia przez ubezpieczycieli kosztów odbudowy instalacji, które szacowane są na około 0,65 mld PLN oraz utraconych korzyści, które w okresie 3-4Q'15 szacowane są na około 0,38 mld PLN (pierwsze tygodnie postępu podlegały typowej w tego typu umowach franczyzie redukcyjnej). W 2016 roku utracone korzyści mogą wg naszych szacunków sięgnąć kolejnych 0,8 mld PLN (instalacja ma ruszyć na nowo w 3Q'16). Jeszcze w 2015 roku Unipetrol otrzymał zaliczkę od ubezpieczyciela w wysokości około 43 mln PLN (wykazana jako zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania w sprawozdaniu).

Wybrane dane kwartalne wg segmentów

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
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	9,9	5,5
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	1,5	2,7
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	11,4	8,2
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	737	729	719	736	756	741	782	844	746	1 035	1 113	959
Ropa Brent [USD/bbl]	112,5	102,4	110,3	109,3	108,0	109,6	101,9	76,6	53,9	61,9	50,0	43,8
Przychody [mln PLN]	27 471	28 311	30 392	27 678	24 119	28 651	29 160	24 902	20 005	24 776	23 468	20 087
Downstream	19 285	19 023	20 276	18 719	15 718	19 293	19 273	16 265	12 880	16 564	15 060	12 483
Detal	8 167	9 273	10 101	8 920	8 320	9 272	9 778	8 543	7 050	8 132	8 333	7 537
Upstream	0	1	0	16	55	68	91	84	52	61	49	53
Funkcje korporacyjne	19	14	15	23	26	18	18	10	23	19	26	14
EBITDA LIFO adj**[mln PLN]	994	946	806	623	671	643	1 820	1 887	2 077	2 876	3 361	2 062
marża	3,62%	3,34%	2,65%	2,25%	2,78%	2,24%	6,24%	7,58%	10,38%	11,61%	14,32%	10,27%
Rafineria	349	228	59	83	-1	74	880	876	1 282	1 710	2 047	1 404
Petrochemia	656	513	369	403	547	337	587	699	663	1 002	908	452
Energetyka	0	0	0	0	-1	-1	0	-3	0	0	0	0
Detal	123	368	461	325	223	359	441	421	281	347	546	382
Upstream	-6	-4	-10	-7	29	26	51	43	14	13	9	5
Funkcje korporacyjne	-139	-169	-145	-187	-136	-160	-137	-158	-135	-158	-120	-185
Inne***	11	10	72	6	10	8	-2	9	-28	-38	-29	4
Saldo PPO/PKO	5	35	-10	-168	201	-4 989	7	-377	19	-418	-102	-433

Źródło: BDM S.A., spółka, **wynik oczyszczony o efekt LIFO oraz saldo pozostałej działalności operacyjnej a także inne raportowane przez spółkę zdarzenia uznane za jednorazowe, *** inne korekty

Perspektywy na kolejne okresy

- Marża pet-chem w styczniu'16 wzrosła o 229 EUR/t r/r a marża rafineryjna liczona z dyferencjałem o 1,5 USD/bbl r/r.
- Podchodzimy na razie sceptycznie do możliwości powtórzenia tak dobrych jak w 2015 roku marż produktowych przez cały rok, jeśli zrealizuje się scenariusz odbicia cen ropy (trudności z utrzymaniem obecnego poziomu podaży w średnim terminie przy cenach <30 USD/bbl). W modelu zakładamy, że modelowa marża rafineryjna wyniesie 5,7 USD/bbl (vs 8,2 USD/bbl w 2015) a dyferencjał 1,8 USD/bbl (1,9 USD/bbl w 2015). W przypadku marży petrochemicznej przyjmujemy spadek z 963 EUR/t na 893 EUR/t.
- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom ok 52 USD/bbl. Długoterminowy dyferencjał Brent - Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl. Tabela ze szczegółowymi założeniami makro dla poszczególnych lat znajduje się na stronie 6 raportu.
- Oczyszczona EBITDA LIFO za 2015 rok wyniosła ponad 10 mld PLN. W 2016 roku zakładamy spadek do 7,1 mld PLN. Na poziomie EBITDA estymujemy wynik na poziomie 7,4 mld PLN (zakładany efekt LIFO na wzroście cen ropy – zapasy zostały przeszacowane dodatkowo przy wynikach 4Q'15).
- Na wynik EBITDA LIFO w 2016 w naszym modelu składa się: rafineria – 3,9 mld PLN (pochodna spadku marże rafineryjnych), petrochemia – 2,3 mld PLN (brak Litvinova przez ponad połowę roku, zakładany spadek marż w dalszej części roku) oraz detal 1,4 mld PLN (zakładamy, że na wynikach odbije się częściowo podatek od sprzedaży oraz niższe marże w środowisko przyjmowanego lekkiego odbicia cen ropy). Kontrybucja pozostałych segmentów (energetyka, upstream) jest łącznie śladowa (<0,1 mld PLN). Koszty korporacyjne przyjęto na podobnym poziomie r/r – 0,6 mld PLN.
- Obecny konsensus Bloomberg na poziomie EBITDA'16 jest zbliżony do naszej prognozy EBITDA LIFO i wynosi 7,1 mld PLN (7,3 mld PLN dla rekomendacji od początku stycznia). Trudno nam powiedzieć, które dokładnie wyniki dodane są do konsensusu: EBITDA czy EBITDA LIFO – rozstrzał pomiędzy poszczególnymi prognozami jest dość spory.
- 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 wypłacił 1,65 PLN dywidendy na akcję. Zakładamy 2,0 PLN w 2016 roku.
- W wynikach nie ujmujemy rozpoznania zysku na potencjalnym odszkodowaniu z tytułu awarii instalacji do produkcji etylenu w Litvinowie (w CAPEX-ie nie jest uwzględniony także koszt odbudowy). Na bazie posiadanych polis ubezpieczeniowych oraz szacunków dokonanych na koniec 2015 roku Unipetrol spodziewa się pokrycia przez ubezpieczycieli kosztów odbudowy instalacji, które szacowane są na około 0,65 mld PLN oraz utraconych korzyści, które w okresie do końca 2015 roku szacowane są na około 0,38 mld PLN. W 2016 roku utracone korzyści mogą wg naszych szacunków sięgnąć kolejnych 0,8 mld PLN (instalacja ma ruszyć na nowo w 3Q'16).

Prognoza wyników kwartalna 4Q'15-4Q'16 [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P
Dated Brent FOB	108,0	109,6	101,9	76,6	53,9	61,9	50,0	43,8	32,4	35,4	37,4	39,2
Ural CIF Rotterdam	106,6	107,4	100,1	75,1	52,2	60,4	48,5	41,1	29,3	33,6	36,2	38,2
Dyferencjał Brent - Ural	1,4	2,2	1,8	1,5	1,7	1,5	1,5	2,7	3,1	1,8	1,3	1,0
Modelowa marża rafineryjna	1,3	2,5	4,8	5,0	7,5	9,8	9,9	5,5	5,7	6,1	5,7	5,2
Modelowa marża petrochem	756	741	782	844	746	1 035	1 113	959	951	869	884	868
USD/PLN średni	3,06	3,04	3,15	3,37	3,73	3,70	3,77	3,89	4,03	3,94	3,94	3,95
USD/PLN [eop]	3,03	3,05	3,30	3,51	3,81	3,76	3,78	3,90	3,91	3,94	3,94	3,95
Przerób ropy [tys t]	6 190	6 480	7 385	7 221	6 652	8 149	8 332	7 776	6 995	7 452	7 755	8 055
Przychody	24 119	28 651	29 160	24 902	20 005	24 776	23 468	20 087	15 236	16 629	19 495	20 533
Downstream	15 718	19 293	19 273	16 265	12 880	16 564	15 060	12 483	8 886	9 563	11 509	12 890
Detal	8 320	9 272	9 778	8 543	7 050	8 132	8 333	7 537	6 274	6 985	7 893	7 559
Upstream	55	68	91	84	52	61	49	53	53	62	67	70
Funkcje korporacyjne	26	18	18	10	23	19	26	14	23	19	26	14
Saldo PPO/PKO	201	-4 989	7	-377	19	-418	-102	-433	0	0	0	0
Inne zdarzenia jednorazowe	81	200	290	-581	-197	0	-1 300	-200	0	0	0	0
EBIT	254	-4 817	1 001	-1 149	1 210	2 163	1 156	-189	966	1 220	1 588	1 426
Amortyzacja	522	524	460	485	452	464	469	510	522	526	550	559
EBITDA	776	-4 293	1 461	-664	1 662	2 627	1 625	321	1 488	1 746	2 138	1 984
EBITDA LIFO	953	-4 146	2 117	929	1 899	2 458	1 959	1 429	1 733	1 525	1 973	1 853
EBITDA LIFO adj*	671	643	1 820	1 887	2 077	2 876	3 361	2 062	1 733	1 525	1 973	1 853
marża	2,8%	2,2%	6,2%	7,6%	10,4%	11,6%	14,3%	10,3%	11,4%	9,2%	10,1%	9,0%
Rafineria	-1	74	880	876	1 282	1 710	2 047	1 404	1 049	857	1 025	987
Petrochemia	556	339	585	695	663	1 002	908	452	548	480	602	683
Energetyka	-1	-1	0	-3	0	0	0	0	-11	-11	38	32
Detal	223	359	441	421	281	347	546	382	290	356	424	329
Upstream	29	26	51	43	14	13	9	5	-8	1	5	8
Funkcje korporacyjne	-136	-160	-137	-158	-135	-158	-120	-185	-135	-158	-120	-185
Inne korekty	1	6	0	13	-28	-38	-29	4	0	0	0	0

Źródło: BDM S.A. *wynik oczyszczony o LIFO oraz saldo pozostałej działalności operacyjnej, a także inne raportowane przez spółkę zdarzenia uznane za jednorazowe

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniej rekomendacji* [mln PLN]

	2016P			2017P		
	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Brent [USD/bbl]	63,7	36,1	-43,3%	66,9	42,3	-36,8%
Marża rafineria z dyf. [USD/bbl]	7,4	7,4	0,6%	6,3	6,8	8,0%
Marża pet-chem [EUR/t]	743	893	20,2%	743	758	2,0%
USD/PLN	3,84	3,96	3,2%	3,83	3,94	2,7%
Przychody	102 421	71 894	-29,8%	107 879	83 449	-22,6%
EBITDA	7 456	7 356	-1,3%	6 622	7 725	16,7%
EBITDA LIFO	7 026	7 084	0,8%	6 423	7 191	12,0%
EBITDA LIFO skoryg	7 026	7 084	0,8%	6 423	7 191	12,0%
EBIT	5 350	5 200	-2,8%	4 463	5 392	20,8%
Zysk brutto	5 021	4 705	-6,3%	4 256	5 128	20,5%
Zysk netto	3 972	3 586	-9,7%	3 361	3 850	14,6%
Marża EBITDA	7,3%	10,2%		6,1%	9,3%	
Marża EBIT	5,2%	7,2%		4,1%	6,5%	
Marża zysku netto	3,9%	5,0%		3,1%	4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 10/07/2015

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2016P kons.	2016P BDM	odchyl.	2017P kons.	2017P BDM	odchyl.	2018P kons.	2018P BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	86 678	71 894	-17,1%	95 935	83 449	-13,0%	101 806	88 069	-13,5%
EBITDA LIFO	-	7 084	-	-	7 191	-	-	7 063	-
EBITDA	7 088	7 356	3,8%	6 955	7 725	11,1%	6 751	7 331	8,6%
EBIT	5 031	5 200	3,4%	4 784	5 392	12,7%	4 176	4 929	18,0%
Zysk netto	3 711	3 586	-3,4%	3 488	3 850	10,4%	3 417	3 524	3,1%
Dług netto	5 007	6 345	26,7%	3 391	4 058	19,7%	1 971	1 957	-0,7%
Marża EBITDA	8,2%	10,2%		7,2%	9,3%		6,6%	8,3%	
Marża EBIT	5,8%	7,2%		5,0%	6,5%		4,1%	5,6%	
Marża zysku netto	4,3%	5,0%		3,6%	4,6%		3,4%	4,0%	

Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus)

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

Data rekomendacji	2016P	2017P	zmiana r/r
2016-02-14	6,23	6,07	-2,6%
2016-02-09	5,87	6,69	13,9%
2016-02-05	7,83	-	-
2016-02-02	7,56	-	-
2016-01-29	8,11	7,61	-6,2%
2016-01-28	6,54	-	-
2016-01-28	5,71	5,74	0,6%
2016-01-28	8,01	-	-
2016-01-28	7,68	6,79	-11,5%
2016-01-26	5,30	7,89	48,8%
2016-01-25	8,88	9,21	3,7%
2016-01-22	7,21	6,69	-7,3%
2016-01-21	7,36	7,23	-1,8%
2016-01-15	6,15	6,25	1,7%
2016-01-13	8,12	7,53	-7,2%
2016-01-12	5,93	5,38	-9,3%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przerób ropy [tys t]	27 940	28 216	27 276	30 909	30 258	31 102	31 102	31 102	30 383	31 102	31 110	31 115	31 133	31 133
Przychody	120 100	113 852	106 832	88 336	71 894	83 449	88 069	90 908	92 652	96 204	98 320	99 779	101 167	102 584
Downstream	81 844	77 303	70 549	56 987	42 848	51 624	54 522	55 993	56 270	58 328	59 024	59 165	59 183	59 177
Detal	38 140	36 461	35 913	31 052	28 711	31 316	32 980	34 336	35 792	37 275	38 686	40 001	41 367	42 791
Upstream	1	17	298	215	252	427	485	497	507	519	528	531	534	534
Funkcje korporacyjne	115	71	72	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82
EBIT	2 024	332	-4 711	4 340	5 200	5 392	4 929	4 545	4 460	4 575	4 462	4 421	4 477	4 531
EBIT LIFO	2 200	1 000	-2 138	5 850	4 928	4 857	4 661	4 397	4 318	4 448	4 412	4 425	4 481	4 536
Rafineria	927	-1 180	-6 128	2 579	3 519	3 763	3 329	3 114	3 006	3 119	3 014	2 974	2 987	2 999
Rafineria LIFO	1 082	-492	-3 711	4 092	3 261	3 256	3 075	2 974	2 871	2 998	2 966	2 978	2 991	3 003
Petrochemia	1 205	1 314	1 299	2 282	1 669	1 535	1 445	1 314	1 322	1 322	1 318	1 315	1 315	1 315
Petrochemia LIFO	1 226	1 294	1 455	2 307	1 656	1 508	1 432	1 306	1 315	1 316	1 316	1 316	1 316	1 315
Energetyka	0	0	-5	0	11	94	160	112	126	135	141	147	152	159
Detal	647	915	1 085	1 171	1 018	1 007	994	980	963	945	925	919	957	994
Upstream	-20	-38	-292	-981	-323	-313	-306	-281	-264	-252	-243	-240	-241	-241
Funkcje korporacyjne	-735	-679	-671	-711	-694	-694	-694	-694	-694	-694	-694	-694	-694	-694
Amortyzacja	2 260	2 170	1 991	1 895	2 156	2 334	2 402	2 432	2 454	2 454	2 454	2 454	2 456	2 456
EBITDA	4 284	2 502	-2 720	6 235	7 356	7 725	7 331	6 977	6 914	7 029	6 915	6 875	6 933	6 988
EBITDA LIFO	4 459	3 086	-147	7 745	7 084	7 191	7 063	6 830	6 771	6 902	6 865	6 879	6 937	6 992
EBITDA LIFO adj*	4 709	3 369	5 021	10 376	7 084	7 191	7 063	6 830	6 771	6 902	6 865	6 879	6 937	6 992
Rafineria	2 388	719	1 829	6 443	3 917	3 958	3 777	3 676	3 597	3 725	3 693	3 704	3 718	3 730
Petrochemia	1 925	2 043	2 175	3 025	2 312	2 164	2 088	1 963	1 971	1 972	1 972	1 972	1 972	1 971
Energetyka	0	0	-5	0	48	169	272	262	276	285	291	297	302	309
Detal	1 035	1 278	1 444	1 556	1 399	1 389	1 377	1 363	1 348	1 330	1 309	1 303	1 341	1 379
Upstream	-19	-26	149	41	5	110	146	164	177	188	198	201	202	202
Funkcje korporacyjne	-620	-645	-591	-598	-598	-598	-598	-598	-598	-598	-598	-598	-598	-598
Inne	0	0	20	-91	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	2 624	157	-6 246	3 698	4 705	5 128	4 719	4 441	4 383	4 521	4 456	4 455	4 542	4 623
Zysk netto**	2 345	176	-5 811	2 837	3 586	3 850	3 524	3 308	3 262	3 367	3 316	3 314	3 382	3 445
Dług netto	6 762	4 668	6 720	6 810	6 345	4 058	1 957	43	-1 690	-3 410	-4 884	-6 362	-7 798	-9 128
Dług netto/EBITDA LIFO adj	1,4	1,4	1,3	0,7	0,9	0,6	0,3	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3

Źródło: BDM S.A. *wynik oczyszczony o efekt LIFO, saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz inne zdarzenia uznane za jednorazowe,

**dla akcjonariuszy jedn. dominującej

DANE FINANSOWE

Bilans [mld PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	26,92	25,01	27,46	30,02	30,92	31,10	31,23	31,33	31,44	31,57	31,63	31,65	31,66
Wartości niematerialne i prawne	0,82	0,70	1,30	1,26	1,24	1,22	1,21	1,20	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19
Rzeczowe aktywa trwałe	24,90	22,64	24,54	27,14	28,06	28,25	28,40	28,51	28,63	28,75	28,82	28,83	28,84
Pozostałe aktywa trwałe	1,20	1,66	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63
Aktywa obrotowe	24,43	21,72	20,68	17,28	19,81	21,65	22,88	23,66	24,84	25,25	26,26	27,20	28,41
Zapasy	13,75	9,83	10,72	9,52	10,21	10,79	11,11	11,26	11,67	11,82	11,82	11,82	11,69
Należności krótkoterminowe	7,83	7,09	6,64	5,78	6,33	6,69	6,89	6,99	7,25	7,35	7,38	7,41	7,43
Inwestycje krótkoterminowe	2,85	4,80	3,32	1,99	3,27	4,17	4,88	5,41	5,93	6,08	7,06	7,96	9,29
-środki pieniężne i ekwiwalenty	2,69	3,94	2,35	1,82	3,10	4,00	4,71	5,24	5,76	5,91	6,89	7,79	9,13
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	51,35	46,73	48,14	47,31	50,73	52,74	54,11	54,99	56,28	56,81	57,89	58,84	60,07
Kapitał (fundusz) własny	25,95	18,77	22,17	24,96	27,79	30,12	32,06	33,79	35,44	36,88	38,14	39,30	40,35
Udziały mniejszości	1,60	1,62	2,07	2,32	2,64	2,96	3,26	3,57	3,87	4,18	4,49	4,80	5,12
Zobowiązania i rezerwy na zob.	23,80	26,34	23,89	20,03	20,31	19,67	18,78	17,64	16,96	15,75	15,26	14,74	14,61
Rezerwy na zobowiązania	2,02	1,43	2,13	2,13	2,13	2,13	2,13	2,13	2,13	2,13	2,13	2,13	2,13
Zobowiązania długoterminowe	6,64	11,51	8,84	7,84	6,84	5,64	4,43	3,23	2,03	0,70	0,70	0,70	0,70
- w tym dług oprocentowany	6,51	9,67	8,13	7,14	6,14	4,93	3,73	2,52	1,32	0,00	0,00	0,00	0,00
Zobowiązania krótkoterminowe	15,01	13,26	12,79	9,92	11,20	11,77	12,08	12,14	12,67	12,78	12,29	11,77	11,64
- w tym dług oprocentowany	0,85	0,99	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	0,53	0,00	0,00
Pasywa razem	51,35	46,73	48,14	47,31	50,73	52,74	54,11	54,99	56,28	56,81	57,89	58,84	60,07

Rachunek zysków i strat [mld PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	113,60	106,83	88,34	71,89	83,45	88,07	90,91	92,65	96,20	98,32	99,78	101,17	102,58
Zysk (strata) na sprzedaży	0,41	0,39	5,02	5,20	5,39	4,93	4,54	4,46	4,58	4,46	4,42	4,48	4,53
EBITDA	2,42	-2,72	6,24	7,36	7,73	7,33	6,98	6,91	7,03	6,92	6,87	6,93	6,99
EBITDA LIFO	3,09	-0,15	7,75	7,08	7,19	7,06	6,83	6,77	6,90	6,87	6,88	6,94	6,99
EBIT	0,31	-4,71	4,34	5,20	5,39	4,93	4,54	4,46	4,58	4,46	4,42	4,48	4,53
EBIT LIFO	0,98	-2,14	5,85	4,93	4,86	4,66	4,40	4,32	4,45	4,41	4,43	4,48	4,54
Saldo działalności finansowej	-0,15	-1,54	-0,64	-0,50	-0,26	-0,21	-0,10	-0,08	-0,05	-0,01	0,03	0,07	0,09
Zysk (strata) brutto	0,16	-6,25	3,70	4,71	5,13	4,72	4,44	4,38	4,52	4,46	4,45	4,54	4,62
Zyski (straty) mniejszości	-0,09	-0,02	0,40	0,24	0,32	0,32	0,31	0,30	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31
Zysk (strata) netto	0,18	-5,81	2,84	3,59	3,85	3,52	3,31	3,26	3,37	3,32	3,31	3,38	3,45

CF [mld PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	5,54	3,19	5,35	6,23	6,74	6,05	5,96	5,90	6,02	5,91	5,98	6,03	6,07
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,44	-4,02	-4,10	-4,69	-3,20	-2,52	-2,50	-2,48	-2,48	-2,49	-2,43	-2,36	-2,34
Przepływy z działalności finansowej	-2,44	2,08	-2,87	-2,07	-2,26	-2,63	-2,76	-2,89	-3,01	-3,27	-2,58	-2,76	-2,40
Przepływy pieniężne netto	0,66	1,25	-1,61	-0,53	1,29	0,90	0,71	0,53	0,52	0,15	0,98	0,91	1,33
Środki pieniężne na początek okresu	2,03	2,69	3,94	2,35	1,82	3,10	4,00	4,71	5,24	5,76	5,91	6,89	7,79
Środki pieniężne na koniec okresu	2,69	3,94	2,35	1,82	3,10	4,00	4,71	5,24	5,76	5,91	6,89	7,79	9,13

Wybrane dane finansowe [mld PLN] i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-17,3%	-18,6%	16,1%	5,5%	3,2%	1,9%	3,8%	2,2%	1,5%	1,4%	1,4%
EBITDA zmiana r/r	-	18,0%	5,0%	-5,1%	-4,8%	-0,9%	1,7%	-1,6%	-0,6%	0,8%	0,8%
EBIT zmiana r/r	-	19,8%	3,7%	-8,6%	-7,8%	-1,9%	2,6%	-2,5%	-0,9%	1,3%	1,2%
Zysk netto zmiana r/r	-	26,4%	7,4%	-8,5%	-6,1%	-1,4%	3,2%	-1,5%	0,0%	2,1%	1,8%
Marża EBITDA	7,1%	10,2%	9,3%	8,3%	7,7%	7,5%	7,3%	7,0%	6,9%	6,9%	6,8%
Marża EBITDA LIFO	8,8%	9,9%	8,6%	8,0%	7,5%	7,3%	7,2%	7,0%	6,9%	6,9%	6,8%
Marża EBIT	4,9%	7,2%	6,5%	5,6%	5,0%	4,8%	4,8%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża EBIT LIFO	6,6%	6,9%	5,8%	5,3%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża brutto	4,2%	6,5%	6,1%	5,4%	4,9%	4,7%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża netto	3,2%	5,0%	4,6%	4,0%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,3%	3,3%	3,4%
ROE	12,8%	14,4%	13,9%	11,7%	10,3%	9,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	5,9%	7,6%	7,6%	6,7%	6,1%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	9,2	8,2	7,2	6,0	4,8	3,5	2,3	1,0	0,5	0,0	0,0
D / (D+E)	19,0%	17,3%	14,1%	11,3%	8,8%	6,5%	4,2%	1,8%	0,9%	0,0%	0,0%
D / E	23,5%	20,9%	16,4%	12,7%	9,6%	6,9%	4,4%	1,8%	0,9%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-14,8%	-9,5%	-4,9%	-4,3%	-2,3%	-1,7%	-1,2%	-0,1%	0,8%	1,5%	2,0%
Dług / kapitał własny	41,3%	32,7%	25,8%	19,8%	14,8%	10,5%	6,6%	2,8%	1,4%	0,0%	0,0%
Dług netto	6,8	6,3	4,1	2,0	0,0	-1,7	-3,4	-4,9	-6,4	-7,8	-9,1
Dług netto / kapitał własny	30,7%	25,4%	14,6%	6,5%	0,1%	-5,0%	-9,6%	-13,2%	-16,7%	-19,8%	-22,6%
Dług netto / EBITDA	1,1	0,9	0,5	0,3	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3
Dług netto / EBIT	1,6	1,2	0,8	0,4	0,0	-0,4	-0,7	-1,1	-1,4	-1,7	-2,0
EV	31,2	30,7	28,4	26,3	24,4	22,7	21,0	19,5	18,0	16,6	15,3
Dług / EV	29,4%	26,6%	25,2%	22,6%	19,5%	15,6%	11,2%	5,3%	2,9%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,5%	6,6%	3,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	162,5%	218,8%	138,6%	107,2%	105,4%	104,2%	104,5%	105,1%	102,7%	100,5%	100,5%
Amortyzacja / Przychody	2,1%	3,0%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	-0,3%	0,1%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,1%	1,4%	0,6%	9,1%	8,2%	12,0%	4,8%	7,7%	2,7%	2,6%	2,5%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	8,6	6,8	6,3	6,9	7,4	7,5	7,2	7,4	7,4	7,2	7,1
P/BV*	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
P/CE*	5,2	4,2	3,9	4,1	4,2	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1
EV/EBITDA*	5,0	4,2	3,7	3,6	3,5	3,3	3,0	2,8	2,6	2,4	2,2
EV/EBIT*	7,2	5,9	5,3	5,3	5,4	5,1	4,6	4,4	4,1	3,7	3,4
EV/S*	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
BVPS	51,8	58,4	65,0	70,4	75,0	79,0	82,9	86,2	89,2	91,9	94,3
EPS	6,6	8,4	9,0	8,2	7,7	7,6	7,9	7,8	7,7	7,9	8,1
CEPS	11,1	13,4	14,5	13,9	13,4	13,4	13,6	13,5	13,5	13,7	13,8
DPS	1,65	2,00	2,40	2,80	3,20	3,60	4,00	4,40	4,80	5,20	5,60
Payout ratio**	-	30,2%	28,6%	31,1%	38,8%	46,5%	52,4%	55,9%	61,9%	67,1%	70,8%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 57,0 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
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
Kupuj	69,1	Akumuluj	80,0	15.02.2016	57,0	44 469
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 1Q'16:

Kupuj	4	57%
Akumuluj	2	29%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	14%
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

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 znacznie niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena, jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

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

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

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 skierowany jest do wszystkich Klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla Klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura 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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 15.02.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.02.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia Klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez 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 niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 15.02.2016 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 subemisję 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 świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.