

PKN ORLEN

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 73,0 PLN

13 KWIECIEŃ 2016

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji (15/02/2016, Kupuj z ceną docelową 69,1 PLN) notowania PKN Orlen zyskały 26%, przewyższając w tym czasie stopę zwrotu z WIG20 o 18%. Zwracaliśmy uwagę, że kurs akcji mógł na początku roku na wyrost dyskontować negatywne scenariusze związane m.in. z i) obawami o kierunek wykorzystania strumienia gotówki generowanej przez spółkę, ii) pogorszeniem wyników w 2016 roku. Rekomendacja dywidendy na poziomie 2,0 PLN/akcję jest zgodna z naszymi oczekiwaniami. Zakładamy, że w 1Q'16 PKN wypracuje 1,85 mld PLN EBITDA LIFO, co jak na słaby sezonowo kwartał oraz awarię instalacji w Litvinowie uważamy za dobry wynik. Jednocześnie jednak będzie to pierwszy, po sześciu z rzędu kwartałach poprawy, spadek r/r oczyszczonych rezultatów na poziomie EBITDA LIFO, a spółka ma przed sobą rekordowo wysoką bazę w 2/3Q'16 (szczególnie w rafinerii, gdzie już od lutego modelowa marża rafineryjna liczona z dyferencjałem jest niższa r/r). Uważamy, że pozytywny sentyment do walorów PKN Orlen może w najbliższym czasie nieco przygasnąć. Zmieniamy zalecenie z Kupuj na Trzymaj. Cenę docelową nieznacznie podwyższamy z 69,1 PLN na 73,0 PLN.

Na okolicie 3Q'16 zapowiedziana jest aktualizacja strategii. W bazowym scenariuszu nie oczekujemy rewolucji. Spodziewamy się, że głównie skorygowane zostaną parametry makroekonomiczne (m.in. cena ropy, kurs USD/PLN) oraz dostosowany do obecnego przebiegu inwestycji poziom CAPEX-u. Po ostatnich zmianach w zarządzie dokonanych w lutym (pozostawiono część starego składu), szum medialny wokół spółki nieco ucichł. Spekulacje o łączeniu z Lotosem/PGNiG nie rozwinęły się w nic poważniejszego (przynajmniej na razie). Do dokapitalizowania górnictwa wybrano inne państwowe podmioty. Spółka, zgodnie z zapowiedziami, zwiększyła także poziom dywidendy.

Marża pet-chem w 1Q'16 (998 EUR/t) wzrosła o 252 EUR/t r/r a marża rafineryjna liczona z dyferencjałem (5,3 USD/bbl + 2,7 USD/bbl) spadła o 1,2 USD/bbl r/r. W kolejnych miesiącach baza za 2015 roku będzie coraz wyższa zarówno w petrochemii jak i rafinerii. Podchodzimy sceptycznie do możliwości powtórzenia tak dobrych jak w 2015 roku marż produktowych przez cały rok, jeśli zrealizuje się scenariusz trwałego odbicia cen ropy. Zwracamy także uwagę na utrzymujące się już dłuższy czas wysokie zapasy średnich destylatów zarówno w portach ARA jak i w USA (przy czym z polskich rafinerii większe znaczenie ma to dla Lotosu).

Oczyszczona EBITDA LIFO za 2015 rok wyniosła ponad 10 mld PLN. Obecnie w 2016 roku zakładamy spadek do 7,8 mld PLN (w poprzedniej rekomendacji: 7,1 mld PLN – 1Q'16 powinien być lepszy niż wtedy zakładaliśmy, podnieśliśmy także nieco nasze założenia na 2/3Q'16). Wyniki raportowane w 2016 mogą być wsparte przez wycenę zapasów (wzrost cen ropy). Możliwe jest także rozpoznanie wyniku (3/4Q'16 lub 2017) na odszkodowaniu za pożar w Litvinowie (ok. 1,8 mld PLN brutto - nie uwzględniamy w wynikach, ale uwzględniamy w wycenie DCF jako pozycję netto po skorygowaniu o koszt odbudowy instalacji).

Wycena DCF [PLN]	73,0
Wycena porównawcza [PLN]	95,7
Wycena końcowa [PLN]	73,0
Potencjał do wzrostu / spadku	1,6%
Koszt kapitału	10,0%

Cena rynkowa [PLN]	71,9
Kapitalizacja [mln PLN]	30 752
Ilość akcji [mln. szt.]	427,7

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	73,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	57,6

Stopa zwrotu za 3 mc	9,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	15,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-1,6%

Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	27,5%
ING OFE	9,3%
Aviva OFE	7,9%
Pozostali	55,2%

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mld PLN]	113,6	106,8	88,3	77,7	87,5	90,9
EBITDA [mld PLN]	2,4	-2,7	6,2	8,1	7,7	7,4
EBITDA LIFO [mld PLN]	3,1	-0,1	7,7	7,8	7,5	7,2
EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]*	3,4	5,0	10,4	7,8	7,5	7,2
EBIT [mld PLN]	0,3	-4,7	4,3	6,0	5,5	5,0
Zysk netto [mld PLN]	0,2	-5,8	2,8	4,5	4,0	3,7
Dług netto [mld PLN]	4,7	6,7	6,8	6,2	3,6	1,4
P/BV	1,2	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0
P/E	174,7	-	10,8	6,8	7,8	8,4
EV/EBITDA	14,6	-	6,0	4,6	4,4	4,4
EV/EBITDA LIFO	11,5	-	4,8	4,8	4,6	4,5
EV/EBITDA LIFO skoryg.	10,5	7,5	3,6	4,8	4,6	4,5
EV/EBIT	115,4	-	8,7	6,1	6,3	6,4

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

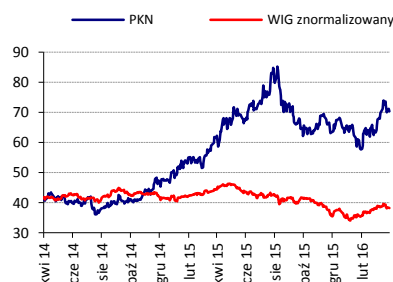
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA	8
PROGNOZY NA 1Q'16 ORAZ KOLEJNE OKRESY	14
DANE FINANSOWE	18

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 73,0 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 95,7 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 73,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	73,0
Wycena metodą porównawczą	0%	95,7
Wycena 1 akcji PKN Orlen [PLN]		73,7

Źródło: BDM S.A.

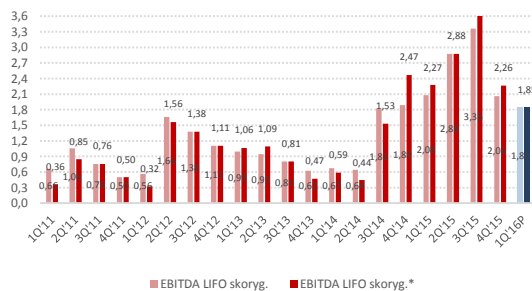
Kurs PKN vs skoryg. EBITDA LIFO* [4Q narastająco, mln PLN]



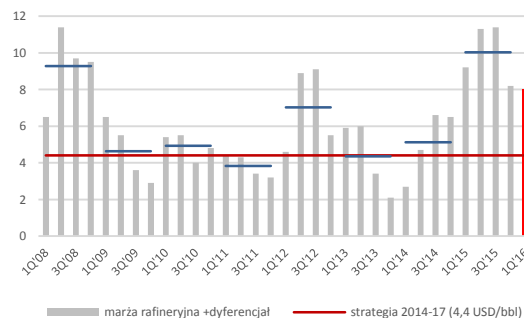
Naszym zdaniem kurs zdyskontował już ścieżkę pogorszenia wyników spółki w 2016 roku. Biorąc pod uwagę historyczną zależność pomiędzy kursem a oczyszczonym wynikiem EBITDA obecny poziom kursu odpowiada wynikowi rocznemu w granicach ok. 7,3 mld PLN (konsensus na 2016 na EBITDA wynosi 7,2 mld PLN, na 2017: 7,1 mld PLN – my zakładamy 7%/4% więcej jako EBITDA LIFO).

Źródło: BDM S.A. (prognoza do 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)

Kwartalna EBITDA LIFO [mln PLN]

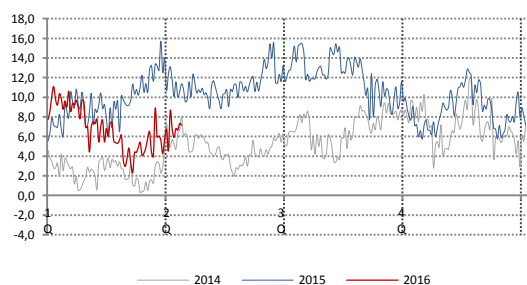


Modelowa marża rafinerijna [USD/bbl]



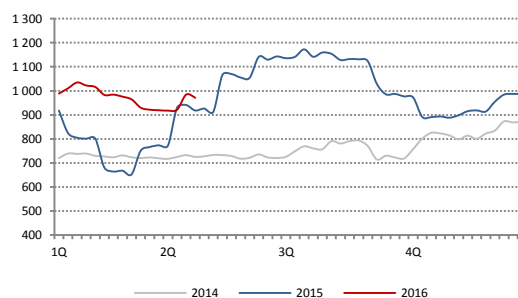
Źródło: BDM S.A., spółka, skoryg.=oczyszczona o saldo PPO/PKO, skoryg.* = oczyszczona także o inne czynniki

Modelowa marża rafinerijna 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)

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.

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 wycenie ujmujemy potencjalne odszkodowanie netto (kwota za utracone korzyści, kwota za odbudowę instalacji nie jest ujęte zarówno w odszkodowaniach jak i w CAPEX-ie). z tytułu awarii instalacji do produkcji etylenu w Litwinowie. Na bazie posiadanych polis ubezpieczeniowych oraz szacunków dokonanych na koniec 2015 roku Unipetrol spodziewał się pokrycia przez ubezpieczycieli kosztów odbudowy instalacji (0,65 mld PLN) oraz utraconych korzyści, które w okresie do końca 2015 roku szacowane były 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).
- 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 13 kwietnia 2016 roku. Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 31,2 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 73,0 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	42,3	47,5	49,5	51,2	52,9	54,2	55,6	56,0	56,0	56,0
Ural [usd/bbl]	109,6	110,3	107,6	97,3	50,6	40,4	46,5	48,5	50,2	51,9	53,2	54,6	55,0	55,0	55,0
Dyferencjał [usd/bbl]	1,7	1,3	1,0	1,7	1,9	1,9	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	6,1	5,6	5,6	5,5	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	705	686	730	781	963	938	799	738	711	713	713	713	713	713	713
USD/PLN (średni)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,82	3,78	3,74	3,67	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
USD/PLN (eop)	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	3,79	3,78	3,74	3,67	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
EUR/PLN (średni)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,32	4,38	4,42	4,42	4,42	4,42	4,42	4,42	4,42	4,42
EUR/USD (średni)	1,39	1,28	1,33	1,33	1,11	1,13	1,16	1,18	1,20	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21
Cena produktów raf. [USD/t]:															
Benzyna	985	1 037	987	915	570	467	484	502	517	531	543	555	558	558	558
ON	964	985	943	862	506	396	459	474	488	501	511	522	525	525	525
COO	610	631	592	528	257	180	211	223	234	244	253	261	264	264	264
Benzyna surowa	931	936	901	842	464	387	430	446	461	474	485	496	500	500	500
Marża na produktach [USD/t]**:															
Benzyna	144	189	163	165	173	146	125	127	129	131	132	134	134	134	134
ON	124	138	120	112	110	75	99	100	100	100	100	101	101	101	101
COO	-231	-217	-232	-222	-140	-141	-148	-151	-154	-156	-158	-160	-160	-160	-160
Cena produktów petchem. [EUR/t]:															
Etylen	988	1 037	1 010	915	925	737	710	688	643	650	659	668	671	671	671
Propylen	1 020	1 006	1 049	1 068	801	579	691	748	753	762	771	780	783	783	783
Benzen	837	1 015	996	980	640	594	630	638	643	651	660	669	672	672	672
PX	1 102	1 114	1 050	850	695	604	617	624	629	637	646	656	658	658	658
PCW	1 100	1 071	861	853	877	823	796	785	764	769	773	777	779	779	779
HDPE	1 362	1 419	1 417	1 369	1 451	1 355	1 202	1 104	1 059	1 068	1 077	1 086	1 089	1 089	1 089
PP	1 422	1 400	1 383	1 431	1 322	1 172	1 136	1 143	1 148	1 158	1 167	1 176	1 179	1 179	1 179

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]	77,7	87,5	90,9	92,9	94,3	97,9	100,6	102,3	103,7	105,2
EBIT [mld PLN]*	6,03	5,49	5,04	4,63	4,60	4,64	4,62	4,49	4,54	4,59
EBIT LIFO [mld PLN]*	5,72	5,22	4,88	4,54	4,49	4,48	4,49	4,49	4,54	4,59
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mld PLN]	1,14	1,04	0,95	0,87	0,87	0,88	0,87	0,85	0,86	0,87
NOPLAT [mld PLN]*	4,89	4,46	4,09	3,76	3,73	3,76	3,74	3,64	3,68	3,73
Amortyzacja [mld PLN]	2,06	2,23	2,33	2,39	2,43	2,43	2,43	2,43	2,43	2,43
CAPEX [mld PLN]	-4,72	-3,23	-2,61	-2,60	-2,60	-2,56	-2,57	-2,49	-2,44	-2,44
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]*	-0,29	0,55	-0,10	-0,06	-0,05	-0,04	-0,13	-0,05	-0,04	-0,04
Odszkodowanie netto [mld PLN]**	0,00	1,18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF [mld PLN]	1,94	5,19	3,70	3,49	3,50	3,58	3,47	3,53	3,63	3,67
DFCF [mld PLN]	1,83	4,47	2,91	2,50	2,29	2,14	1,88	1,74	1,63	1,50
Suma DFCF [mld PLN]	22,88									
Wartość rezydualna [mld PLN]	41,34	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	16,85									
Wartość firmy EV [mld PLN]	39,73									
Dług netto 2015 [mld PLN]	6,81									
Udziały mniejszości [mld PLN]	1,69									
Wartość kapitału [mld PLN]	31,24									
Ilość akcji [mln szt.]	427,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	73,0									

Przychody zmiana r/r	-12,0%	12,7%	3,8%	2,2%	1,4%	3,8%	2,8%	1,7%	1,4%	1,4%
EBIT zmiana r/r	38,9%	-8,9%	-8,3%	-8,1%	-0,7%	0,8%	-0,4%	-2,7%	1,1%	1,1%
FCF zmiana r/r	17,1%	167,1%	-28,8%	-5,7%	0,3%	2,4%	-3,3%	1,9%	2,9%	1,1%
Marża EBITDA	10,4%	8,8%	8,1%	7,6%	7,5%	7,2%	7,0%	6,8%	6,7%	6,7%
Marża EBIT	7,8%	6,3%	5,5%	5,0%	4,9%	4,7%	4,6%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża NOPLAT	6,3%	5,1%	4,5%	4,0%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%
CAPEX / Przychody	6,1%	3,7%	2,9%	2,8%	2,8%	2,6%	2,6%	2,4%	2,4%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	228,9%	144,5%	112,2%	108,8%	107,4%	105,5%	106,1%	102,7%	100,5%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	0,4%	-0,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2,7%	-5,6%	3,1%	2,9%	3,8%	1,2%	4,7%	2,7%	2,7%	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	83,6%	86,4%	89,1%	91,5%	93,8%	96,0%	98,3%	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	16,4%	13,6%	10,9%	8,5%	6,2%	4,0%	1,7%	0,9%	0,0%	0,0%
WACC	9,1%	9,2%	9,4%	9,5%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%	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, **bez pokrycia kosztów odbudowy Litvinova (kwota nie jest także ujęta w CAPEX-ie)

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	79,1	83,8	89,6	96,9	106,4	119,4	138,3	167,8	221,0
	0,8	74,5	78,6	83,6	89,8	97,8	108,5	123,5	145,9	183,2
	0,9	70,4	74,0	78,3	83,6	90,4	99,3	111,3	128,8	156,2
	1,0	66,6	69,7	73,5	78,1	83,9	91,3	101,2	115,1	135,9
	1,1	63,1	65,8	69,2	73,2	78,1	84,4	92,6	103,8	120,0
	1,2	59,8	62,3	65,2	68,7	73,0	78,4	85,3	94,5	107,3
	1,3	56,8	59,0	61,6	64,7	68,4	73,0	78,9	86,5	96,9

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%	78,2	82,7	88,3	95,4	104,6	117,1	135,0	163,0	212,3
	4%	68,0	71,4	75,4	80,2	86,4	94,4	105,1	120,2	143,4
	5%	59,8	62,3	65,2	68,7	73,0	78,4	85,3	94,5	107,3
	6%	53,0	54,9	57,1	59,7	62,8	66,5	71,2	77,2	85,1
	7%	47,3	48,7	50,4	52,3	54,6	57,4	60,7	64,8	70,0
	8%	42,4	43,5	44,8	46,3	48,0	50,1	52,5	55,4	59,0
	9%	38,1	39,0	40,1	41,2	42,6	44,1	45,9	48,0	50,6

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%	139,3	130,8	123,2	116,4	110,2	104,6	99,5	94,7	90,4
	4%	120,9	112,2	104,6	97,8	91,8	86,4	81,5	77,1	73,0
	5%	106,4	97,8	90,4	83,9	78,1	73,0	68,4	64,3	60,6
	6%	94,7	86,4	79,2	73,0	67,6	62,8	58,5	54,6	51,2
	7%	85,1	77,1	70,2	64,3	59,2	54,6	50,6	47,1	43,8
	8%	77,1	69,3	62,8	57,1	52,3	48,0	44,3	40,9	38,0
	9%	70,2	62,8	56,5	51,2	46,6	42,6	39,0	35,9	33,1

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

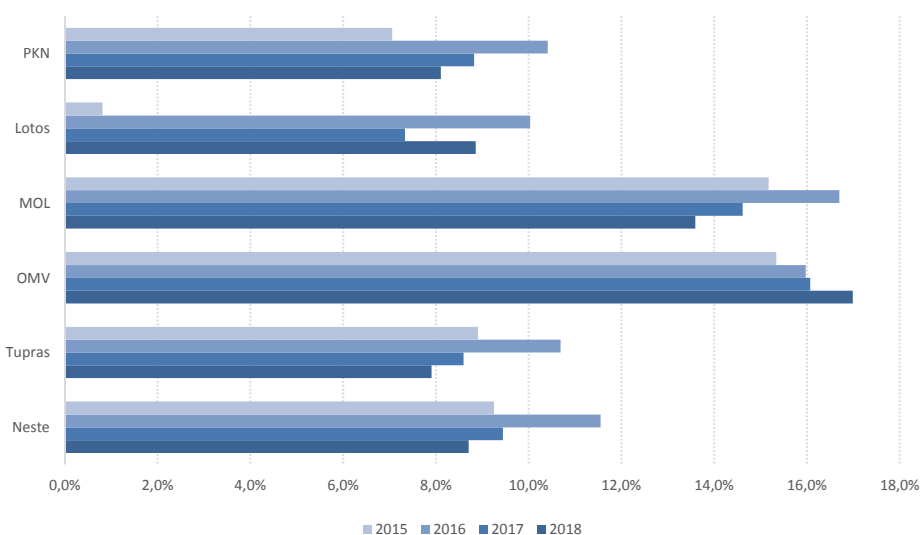
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2016-2018 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE. Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%. Porównując wyniki PKN ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 40,9 mld PLN mln PLN, co odpowiada 95,7 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	8,8	15,5	6,4	5,4	6,6	4,4
MOL	12,1	10,3	8,8	3,9	3,6	3,1
OMV	21,1	12,6	9,6	4,4	3,6	3,1
Tupras-Turkiye	8,0	8,1	8,2	6,5	6,4	6,2
Neste Oil	11,2	12,1	11,7	6,7	6,9	6,6
Mediana	11,2	12,1	8,8	5,4	6,4	4,4
PKN Orlen	6,8	7,8	8,4	4,6	4,4	4,4
Premia/dyskonto	-39,5%	-35,9%	-4,3%	-15,3%	-30,7%	-1,2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	118,9	112,2	75,1	87,6	107,6	72,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	102,1			89,3		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	95,7					

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

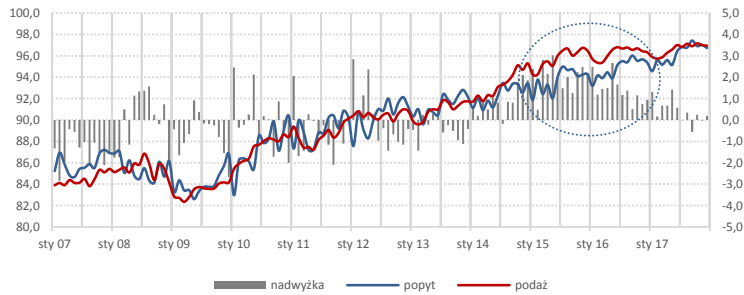
Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A.

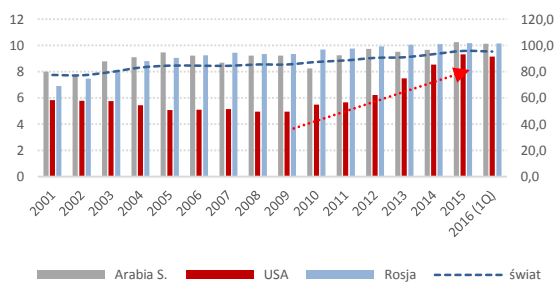
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

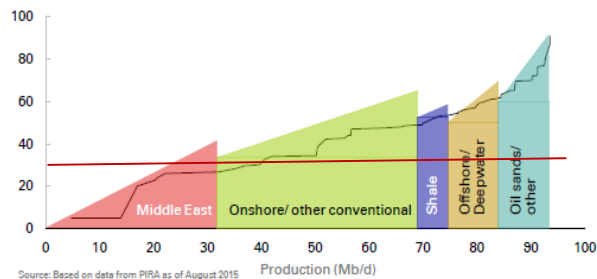
Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

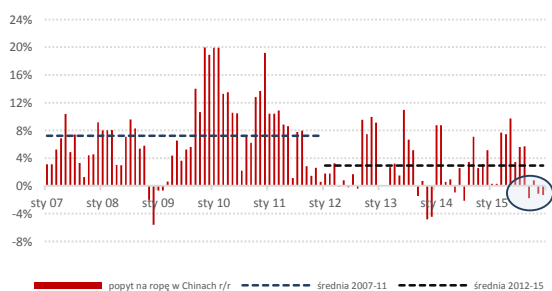
Krzywa całkowitych kosztów produkcji ropy [USD/bbl]

\$/bbl, Brent equivalent



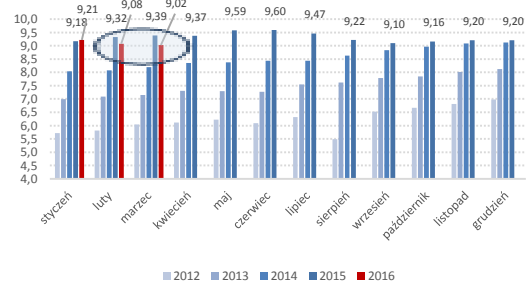
Źródło: BP: New Economics of Oil 13/10/2015

Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



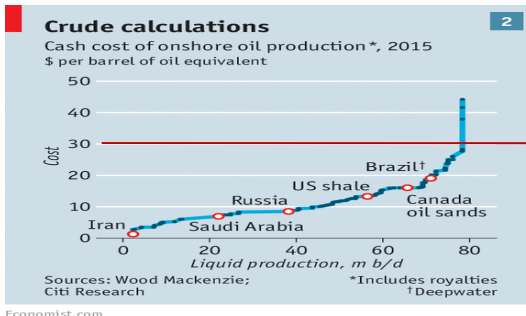
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



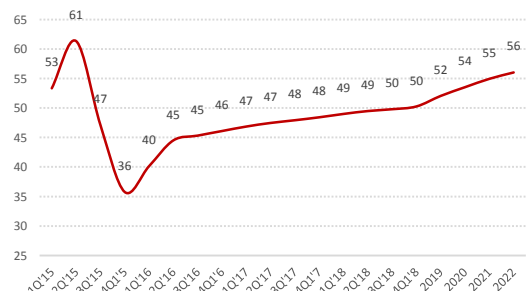
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, dane na koniec każdego miesiąca

Krzywa kosztów gotówkowych produkcji ropy [USD/bbl]



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

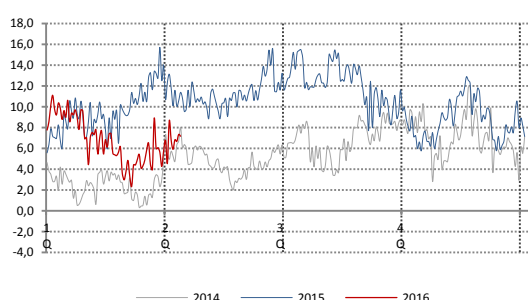
Krzywa kontraktów futures na ropę Brent – cena na koniec okresu [USD/bbl]



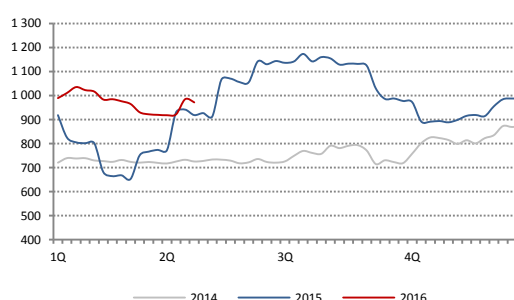
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- W styczniu cena ropy Brent spadła nawet poniżej 30 USD/bbl. W ostatnich tygodniach rynek wyraźnie odbił na fali doniesień o możliwych cięciach produkcji (mających być skoordynowanymi pomiędzy Rosją a OPEC). Pytanie, które warto sobie postawić w dłuższym terminie, to z kim naprawdę walczy o udział w rynku Arabia Saudyjska i czy nie jest to właśnie bardziej Rosja niż amerykańscy łupkowcy producenci (którzy nie eksportują ropy), a polem walki jest rynek chiński i europejski.
- Dane o produkcji za 1Q'16 wskazują na lekki wzrost - dalsze przyrosty podaży z krajów OPEC, przy ograniczeniu/utrzymaniu produkcji w pozostałych krajach. Popyt jest nadal na tyle niski (choć rośnie w ujęciu r/r, obecnie w tempie nawet lepszym niż podaż), że nadal trwa budowanie zapasów (wg lutowego raportu IEA taka sytuacja możliwa jest nadal w 2H'16, chociaż już w mniejszym zakresie).
- Zarówno w lutym jak i marcu spadła w ujęciu r/r produkcja w USA. 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.

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



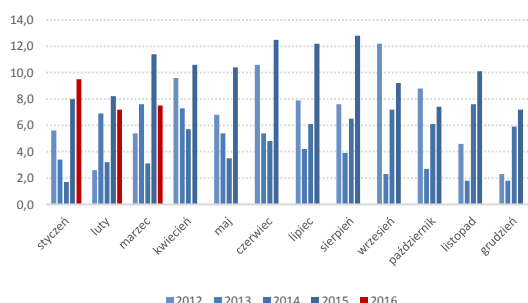
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] porównanie r/r



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

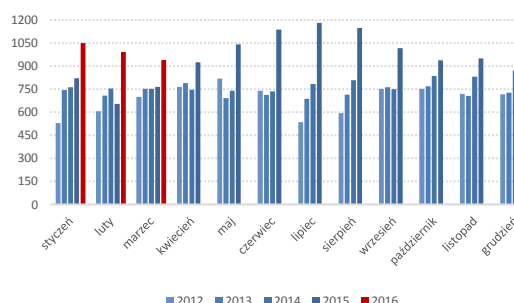
Marża = 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent

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



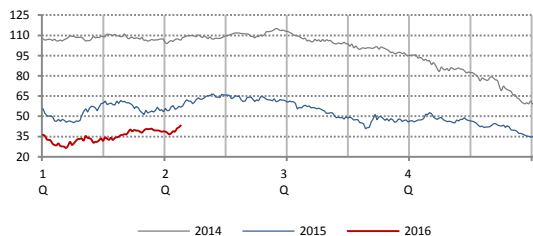
Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka

- Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen w 1Q'16 liczona wraz z dyferencjałem spadła do 8,0 USD/bbl z 9,2 USD/bbl rok temu. Sam dyferencjał Ural/Brent wyniósł 2,7 USD/bbl (1,7 USD/bbl w 1Q'15). Modelowa marża petrochemiczna wzrosła do 998 EUR/t (746 EUR/t). Średnia cena ropy Brent spadła do 33,9 USD/bbl z 53,9 USD/bbl.
- Sytuacja na marżach według poszczególnych produktów jest zróżnicowana (zwracamy dodatkowo uwagę na różnice w marcowych odczytach, szczególnie benzyny, pomiędzy Bloombergiem a płatnymi źródłami jak Platts – prawdopodobnie inny termin przejścia na letnią odmianę benzyny). Marża na benzynie była bardzo zbliżona r/r (143 USD/t w 1Q'16 vs 140 USD/t w 1Q'15 – dane za PKN Orlen). Niepokoić mogą utrzymujące się słabe odczyty cracków na średnich destylatach (diesel, Jet, lekki olej opałowy), będące pochodną słabej zimy oraz sporej podaży (marża na dieslu spadła do 60 USD/t, czyli o połowę r/r). Natomiast nadal korzystnie przedstawia się sytuacja na ciężkim oleju opałowym a koszty przerobu własnego obniża niska cena ropy (przy obecnych cenach także w 2Q i 3Q'16 będzie to niższe r/r).
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) jest obecnie na poziomach niższych w stosunku do ubiegłego roku (a także vs 2014). Na bardzo dobrych poziomach w okolicy 2-3 USD utrzymuje się kluczowy dla polskich spółek dyferencjał Brent – Ural (w czym pomaga pojawienie się podaży ropy z Bliskiego Wschodu na Bałtyku).

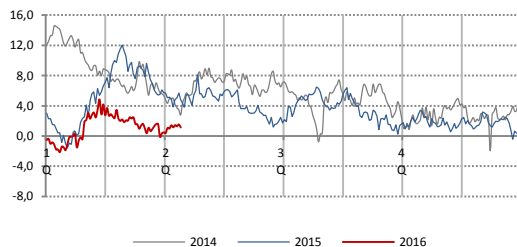
- Mieszana jest sytuacja marż biznesu detalicznego na rynku polskim - jednak generalnie nie są to wysokie poziomy i rynek detaliczny nie ma najlepszego okresu. Dość korzystnie dla krajowych producentów wygląda natomiast sytuacja na rynku hurtowym (głównie też ze względu na wysoki kurs USD/PLN).

Brent [USD/bbl] – r/r

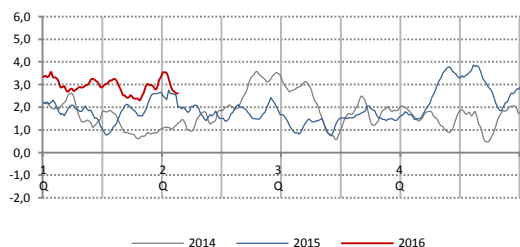
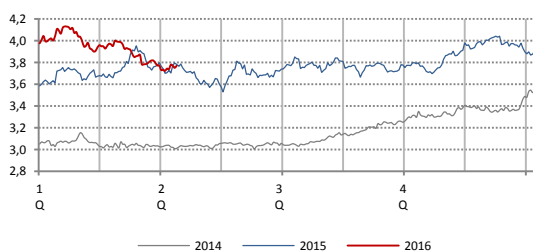
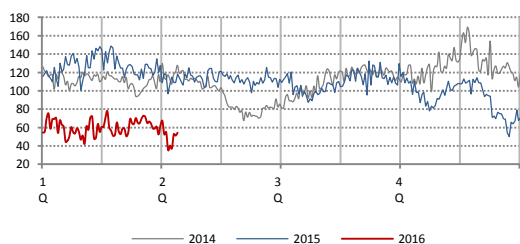


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

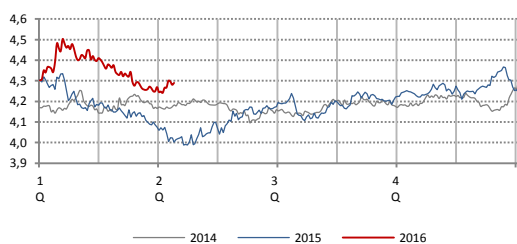
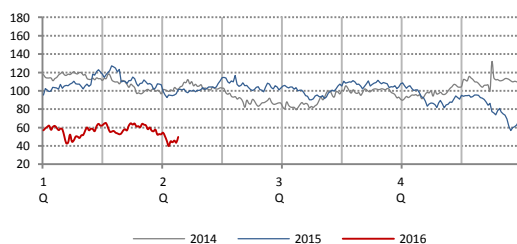
Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r

Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]

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

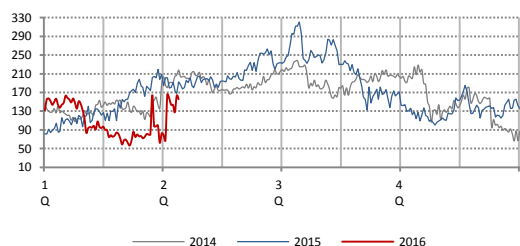
Źródło: BDM S.A., Neste Oil
USD/PLNŹródło: BDM S.A., Bloomberg
Diesel marża [USD/t] r/r – spot

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

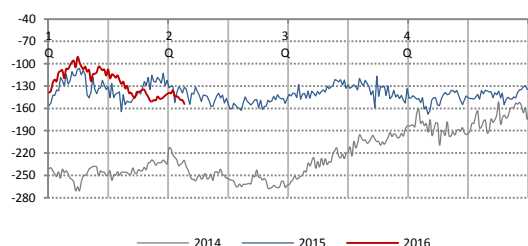
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/PLNŹródło: BDM S.A., Bloomberg
Diesel marża [USD/t] r/r – futures 1M

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

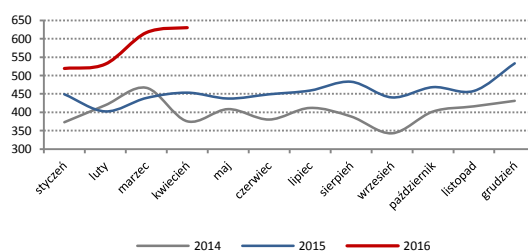
Benzyna marża [USD/t] r/r – spot



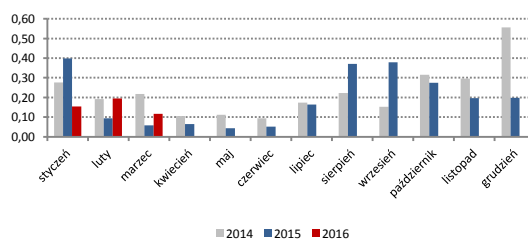
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
COO marża [USD/t] r/r – spot



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]

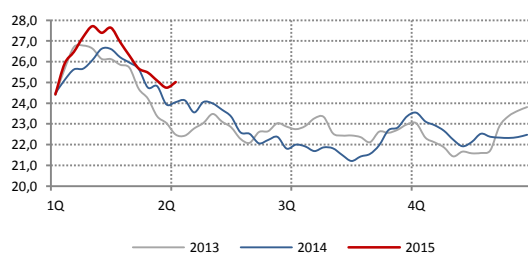


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN
Benzyna – marża detaliczna [PLN/litr]



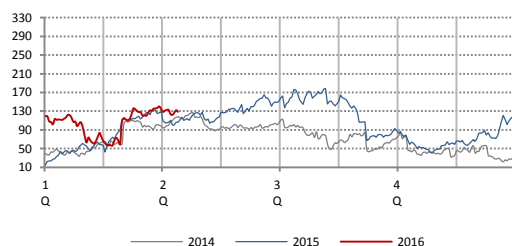
Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)

Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]

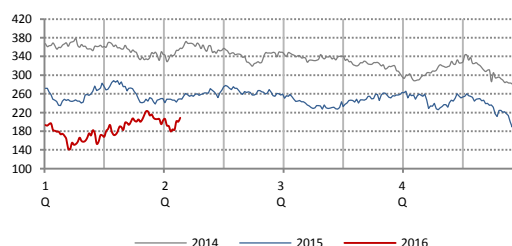


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

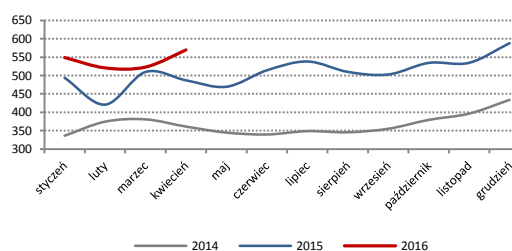
Benzyna marża [USD/t] r/r – futures 1M, NWE



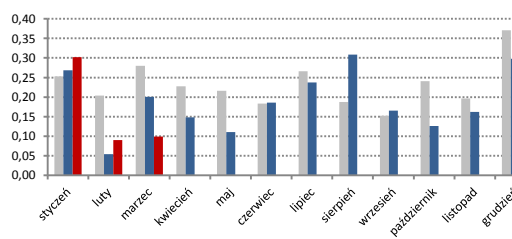
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Spread ON - COO [USD/t] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]

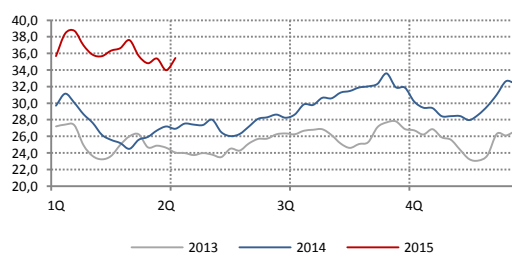


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN
ON – marża detaliczna [PLN/litr]



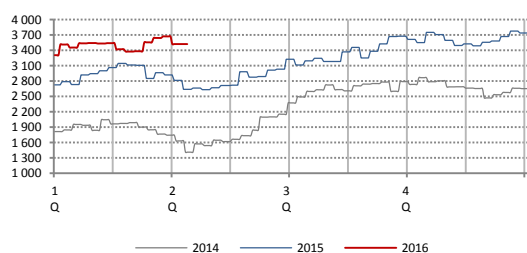
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN

ON – zapasy/popyt USA [dni]

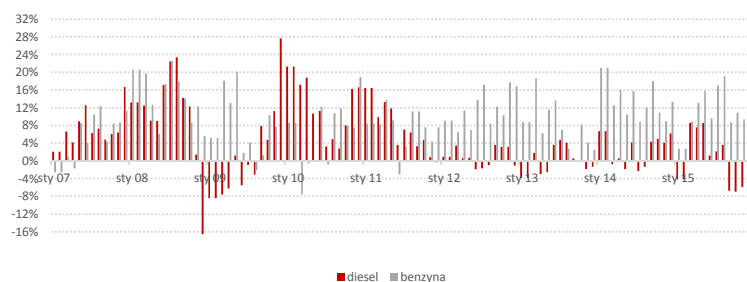


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy diesla w portach ARA [tys t]



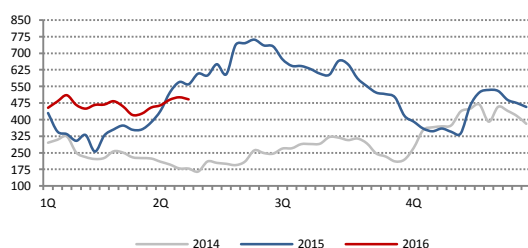
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Zmiana popytu na diesla i benzynę w Chinach r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

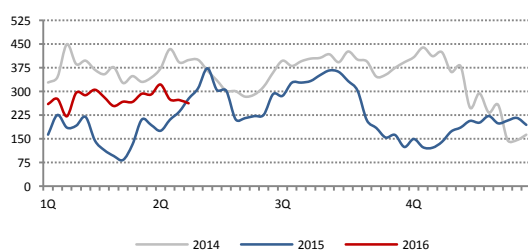
- Marże w obszarze petrochemicznym na początku 2016 roku wygląda nadal bardzo dobrze i utrzymuje się w okolicach 1000 EUR/t (w styczniu 1050 EUR/t, lutym: 991 EUR/t, marzec: 939 EUR/t). Przy tym jednak baza z ubiegłego roku od kwietnia rośnie (dodatkowo może pojawić się presja ze strony wzrostu cen ropy). Marże jak na początek roku wyglądały świetnie na praktycznie wszystkich kluczowych produktach poza propylenem (wysoka marża w łańcuch produkcyjnym przesunęła się do polipropylenu). Zaowocowałoby to świetnym rezultatem Orlenu w obszarze pet-chem 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]



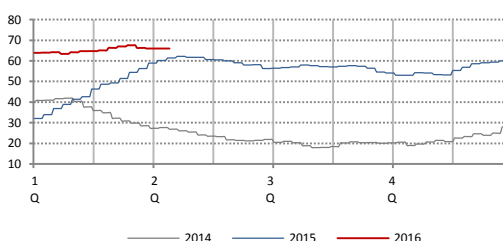
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża benzen – nafta [EUR/t]



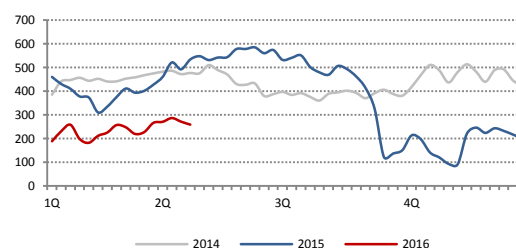
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zapasy ropy w Cushing [mln bbl]



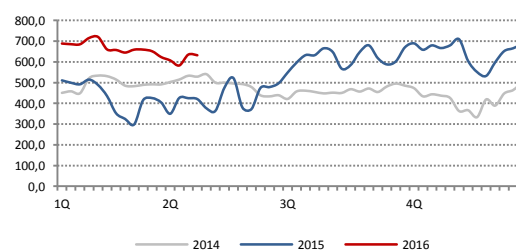
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża propylen – nafta [EUR/t]



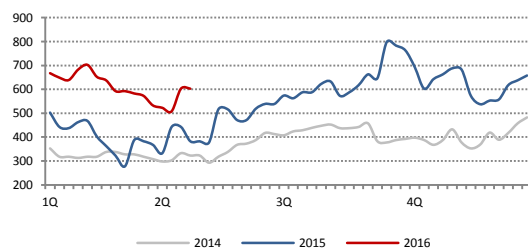
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polietylen – etylen [EUR/t]



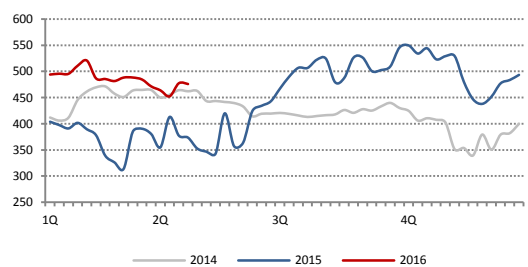
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polipropylen – propylen [EUR/t]



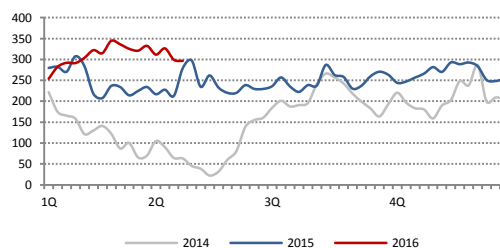
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża PCW – etylen* [EUR/t]



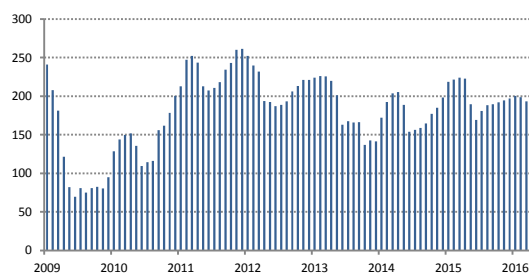
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, etylen=47%

Marża PTA – nafta [EUR/t]



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

Marża saletra amonowa – gaz [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Azoty Tarnów, gaz=0,44 (dla celów porównawczych wg taryfy)

PROGNOZY NA 1Q'16 ORAZ KOLEJNE OKRESY

Prognoza wyników na 1Q'2016

	1Q'15	1Q'16P	zmiana r/r	2015	2016P**	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	20 005	15 780	-21,1%	88 336	77 692	-12,0%	87 536	12,7%	90 899	3,8%
EBITDA	1 662	1 423	-14,4%	6 235	8 091	29,8%	7 725	-4,5%	7 367	-4,6%
EBITDA LIFO	1 899	1 849	-2,6%	7 745	7 777	0,4%	7 452	-4,2%	7 214	-3,2%
EBITDA LIFO skoryg*	2 077	1 849	-11,0%	10 376	7 777	-25,1%	7 452	-4,2%	7 214	-3,2%
EBIT	1 210	925	-23,6%	4 340	6 030	38,9%	5 491	-8,9%	5 038	-8,3%
EBIT LIFO	1 447	1 351	-6,6%	5 850	5 716	-2,3%	5 219	-8,7%	4 885	-6,4%
EBIT LIFO skoryg*	1 625	1 351	-16,8%	8 481	5 716	-32,6%	5 219	-8,7%	4 885	-6,4%
Zysk (strata) brutto	1 034	1 022	-1,2%	3 698	5 877	58,9%	5 265	-10,4%	4 862	-7,7%
Zysk (strata) netto	756	772	2,1%	2 837	4 524	59,5%	3 968	-12,3%	3 651	-8,0%
Marża EBITDA	8,3%	9,0%		7,1%	10,4%		8,8%		8,1%	
Marża EBITDA LIFO	9,5%	11,7%		8,8%	10,0%		8,5%		7,9%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	10,4%	11,7%		11,7%	10,0%		8,5%		7,9%	
Marża EBIT	6,0%	5,9%		4,9%	7,8%		6,3%		5,5%	
Marża zysku netto	3,8%	4,9%		3,2%	5,8%		4,5%		4,0%	

Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (wyniki na odkupie zapasów, odpisy wg MSR2, rozpoznanie wyniku na „tańszych” warstwach ropy itp), **prognozy nie uwzględniają odszkodowania za uszkodzoną instalację w Litvinovie

Prognoza na 1Q'16

- 1Q'16 był bardzo zmienny pod względem marży rafineryjnej. Początek roku był bardzo udany jak na tą porę roku. Późniejsze odbicie cen ropy ściągnęło jednak marże przerobowe w dół. Od początku marca znów sytuacja rafinerii zaczęła się poprawiać, z naciskiem na produkujące sporo benzyny (sezonowe odbicie craków; na dieslu nadal daje o sobie znać spora podaż). Przez cały kwartał sprzyjający był dyferencjał. W sumie marża z dyferencjałem w 1Q'16 wyniosła 8,0 USD/bbl, co oznacza spadek -1,2 USD/bbl r/r. Częściowo zamortyzowany został on przez kurs USD/PLN (3,96 vs 3,73). Początek 2016 roku przyniósł nadal dobre marże w segmencie petrochemicznym, 993 EUR/t (vs 746 EUR/t rok temu, marże w wyrażeniu wzrosły od IV'15). W detalu nasze szacunki wskazują, że marże spadły w ujęciu r/r na rynku polskim. Ale niskie ceny paliw powinny sprzyjać konsumpcji (sytuacja rynkowa dla PKN jest trudniejsza w Niemczech, gdzie zaostrzyła się konkurencja).
- W 1Q'16 spodziewamy się oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie ok. 1,85 mld PLN (gdyby nie uszkodzony Litvinov dołożylibyśmy jeszcze 0,35 mld PLN), na co składa się 1,1 mld PLN w rafinerii, 0,6 mld PLN w petrochemii (bardzo dobre wyniki w Anwilu na tanim gazie oraz w PTA), nieco poniżej 0,3 mld PLN w detalu (porównywalnie r/r), 0,0 mld PLN w upstreamie oraz -0,15 mld kosztów korporacyjnych. Nie zakładamy w wynikach żadnych one-offów. W 1Q'15 raportowana EBITDA LIFO wyniosła 1,9 mld PLN, natomiast oczyszczona blisko 2,1 mld PLN (strata na odkupie zapasów -0,3 mld PLN, zysk na odwróceniu odpisów +0,1 mld PLN).
- Wyniki będą obciążone przez sporą (zakładamy ok. -0,4 mld PLN) ujemną wycenę zapasów (spadek średnich cen ropy w 1Q'16 vs 4Q'15). Na saldzie finansowym spodziewamy się około +0,1 mld PLN (zaważaj na tym dodatnie różnice kursowe). Raportowany wynik netto powinien wg naszych obliczeń zbliżony do ubiegłorocznego.
- Spółka nie rozpoznawała w 2015 roku w rachunku zysków odszkodowania za awarię w Litvinovie. Dla przypomnienia może to być 0,65 mld PLN na samą odbudowę oraz 0,4 mld PLN utraconych korzyści za 2015 i ok. 0,8 mld PLN w 2016 (przy założeniu, że instalacje ruszą w trakcie 3Q'16). W sumie kwota może oscylować w okolicach 1,8-1,9 mld PLN – do zaksięgowania raczej dopiero po pełnym uruchomieniu Litvinova.
- Konsensus rynkowy EBITDA'16 oscyluje obecnie w okolicach 7,2 mld PLN.

Perspektywy na kolejne okresy

- Podchodzimy na razie sceptycznie do możliwości powtórzenia tak dobrych jak w 2015 roku marż produktowych przez cały rok, jeśli zrealizuje się scenariusz trwałego odbicia cen ropy (trudności z utrzymaniem nadwyżki podaży w średnim terminie przy cenach <30 USD/bbl). W modelu zakładamy, że modelowa marża rafineryjna wyniesie 6,1 USD/bbl (vs 8,2 USD/bbl w 2015) a dyferencjał 1,9 USD/bbl (1,9 USD/bbl w 2015). W przypadku marży petrochemicznej przyjmujemy spadek z 963 EUR/t na 938 EUR/t.

- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom ok 56 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 7,7 mld PLN. Na poziomie EBITDA estymujemy wynik na poziomie 8,1 mld PLN (zakładany efekt LIFO na wzroście cen ropy po 1Q'16).
- Na wynik EBITDA LIFO w 2016 w naszym modelu składa się: rafineria – 4,2 mld PLN (pochodna spadku marże rafineryjnych), petrochemia – 2,6 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 środowisku przyjmowanego lekkiego odbicia cen ropy). Kontrybucja pozostałych segmentów (energetyka, upstream) jest łącznie śladowa (<0,2 mld PLN). Koszty korporacyjne przyjęto na podobnym poziomie r/r – 0,6 mld PLN.
- Obecny konsensus Bloomberg na poziomie EBITDA'16 wynosi 7,2 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. Za 2015 rok zarekomendowano już 2,0 PLN.
- W wynikach nie ujmujemy rozpoznania zysku na potencjalnym odszkodowaniu z tytułu awarii instalacji do produkcji etylenu 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).

Prognoza wyników kwartalna 1Q'16-4Q'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	33,9	44,3	45,0	45,8
Ural CIF Rotterdam	106,6	107,4	100,1	75,1	52,2	60,4	48,5	41,1	31,2	41,8	43,8	44,8
Dyferencjał Brent - Ural	1,4	2,2	1,8	1,5	1,7	1,5	1,5	2,7	2,7	2,5	1,3	1,0
Modelowa marża rafineryjna	1,3	2,5	4,8	5,0	7,5	9,8	9,9	5,5	5,3	6,8	7,1	5,4
Modelowa marża petrochem	756	741	782	844	746	1 035	1 113	959	998	957	907	888
USD/PLN średni	3,06	3,04	3,15	3,37	3,73	3,70	3,77	3,89	3,96	3,75	3,79	3,79
USD/PLN [eop]	3,03	3,05	3,30	3,51	3,81	3,76	3,78	3,90	3,76	3,75	3,79	3,79
Przerób ropy [tys t]	6 190	6 480	7 385	7 221	6 652	8 149	8 332	7 776	7 350	7 580	7 842	8 055
Przychody	24 119	28 651	29 160	24 902	20 005	24 776	23 468	20 087	15 780	18 541	21 420	21 951
Downstream	15 718	19 293	19 273	16 265	12 880	16 564	15 060	12 483	9 437	11 100	13 059	14 046
Detal	8 320	9 272	9 778	8 543	7 050	8 132	8 333	7 537	6 269	7 352	8 263	7 818
Upstream	55	68	91	84	52	61	49	53	51	70	72	73
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	925	1 969	1 705	1 431
Amortyzacja	522	524	460	485	452	464	469	510	498	502	526	535
EBITDA	776	-4 293	1 461	-664	1 662	2 627	1 625	321	1 423	2 471	2 231	1 966
EBITDA LIFO	953	-4 146	2 117	929	1 899	2 458	1 959	1 429	1 849	1 940	2 086	1 901
EBITDA LIFO adj*	671	643	1 820	1 887	2 077	2 876	3 361	2 062	1 849	1 940	2 086	1 901
marża	2,8%	2,2%	6,2%	7,6%	10,4%	11,6%	14,3%	10,3%	11,7%	10,5%	9,7%	8,7%
Rafineria	-1	74	880	876	1 282	1 710	2 047	1 404	1 081	1 109	1 071	960
Petrochemia	556	339	585	695	663	1 002	908	452	632	614	628	702
Energetyka	-1	-1	0	-3	0	0	0	0	-11	-11	60	52
Detal	223	359	441	421	281	347	546	382	277	358	426	331
Upstream	29	26	51	43	14	13	9	5	15	29	31	32
Funkcje korporacyjne	-136	-160	-137	-158	-135	-158	-120	-185	-145	-158	-130	-175
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			2018P		
	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Brent [USD/bbl]	36,1	42,3	17,1%	42,3	47,5	12,2%	45,6	49,5	8,5%
Marża rafineria z dyf. [USD/bbl]	7,4	8,0	8,1%	6,8	6,6	-2,3%	6,7	6,6	-1,8%
Marża pet-chem [EUR/t]	893	938	5,0%	758	799	5,4%	743	738	-0,6%
USD/PLN	3,96	3,82	-3,5%	3,94	3,78	-4,1%	3,89	3,74	-3,7%
Przychody	71 894	77 692	8,1%	83 449	87 536	4,9%	88 069	90 899	3,2%
EBITDA	7 356	8 091	10,0%	7 725	7 725	0,0%	7 331	7 367	0,5%
EBITDA LIFO	7 084	7 777	9,8%	7 191	7 452	3,6%	7 063	7 214	2,1%
EBITDA LIFO skoryg	7 084	7 777	9,8%	7 191	7 452	3,6%	7 063	7 214	2,1%
EBIT	5 200	6 030	16,0%	5 392	5 491	1,8%	4 929	5 038	2,2%
Zysk brutto	4 705	5 877	24,9%	5 128	5 265	2,7%	4 719	4 862	3,0%
Zysk netto	3 586	4 524	26,2%	3 850	3 968	3,1%	3 524	3 651	3,6%
Marża EBITDA	10,2%	10,4%		9,3%	8,8%		8,3%	8,1%	
Marża EBIT	7,2%	7,8%		6,5%	6,3%		5,6%	5,5%	
Marża zysku netto	5,0%	5,8%		4,6%	4,5%		4,0%	4,0%	

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	81 740	77 692	-5,0%	94 947	87 536	-7,8%	101 594	90 899	-10,5%
EBITDA LIFO	-	7 777	-	-	7 452	-	-	7 214	-
EBITDA	7 236	8 091	11,8%	7 140	7 725	8,2%	6 869	7 367	7,3%
EBIT	5 146	6 030	17,2%	4 923	5 491	11,5%	4 499	5 038	12,0%
Zysk netto	3 831	4 524	18,1%	3 614	3 968	9,8%	3 366	3 651	8,4%
Dług netto	5 120	6 249	22,0%	3 540	3 618	2,2%	1 955	1 373	-29,8%
Marża EBITDA	8,9%	10,4%		7,5%	8,8%		6,8%	8,1%	
Marża EBIT	6,3%	7,8%		5,2%	6,3%		4,4%	5,5%	
Marża zysku netto	4,7%	5,8%		3,8%	4,5%		3,3%	4,0%	

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

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

Data rekomendacji	2016P	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
2016-04-04	6,81	6,97	2,4%	6,44	-7,6%
2016-04-04	8,31	7,49	-9,9%	6,60	-11,8%
2016-03-29	6,62	7,32	10,5%	7,47	2,1%
2016-03-24	7,67	7,34	-4,4%	7,19	-2,1%
2016-03-23	6,40	5,69	-11,0%	-	-
2016-03-04	7,56	7,01	-7,2%	-	-
2016-03-01	6,28	5,95	-5,2%	6,22	4,5%
2016-02-25	8,76	8,77	0,1%	-	-
2016-02-20	6,46	6,09	-5,9%	6,32	3,9%
2016-02-15	7,36	7,73	5,0%	7,33	-5,1%
2016-02-09	5,87	6,69	13,9%	6,17	-7,7%
2016-02-08	8,80	8,35	-5,2%	7,28	-12,7%
2016-02-05	7,83	-	-	-	-
2016-01-29	8,11	7,61	-6,2%	6,89	-9,5%
2016-01-28	5,71	5,74	0,6%	-	-
2016-01-25	8,88	9,21	3,7%	8,74	-5,1%
2016-01-22	7,21	6,69	-7,3%	-	-
2016-01-15	6,15	6,25	1,7%	-	-

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	30 827	31 696	31 696	31 696	30 977	31 696	31 705	31 710	31 728	31 728
Przychody	120 100	113 852	106 832	88 336	77 692	87 536	90 899	92 944	94 264	97 866	100 602	102 321	103 733	105 175
Downstream	81 844	77 303	70 549	56 987	47 642	55 010	56 818	57 662	57 605	59 698	60 858	61 183	61 202	61 195
Detal	38 140	36 461	35 913	31 052	29 702	32 034	33 534	34 733	36 105	37 606	39 175	40 568	41 958	43 407
Upstream	1	17	298	215	266	410	464	466	471	480	487	489	491	491
Funkcje korporacyjne	115	71	72	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82
EBIT	2 024	332	-4 711	4 340	6 030	5 491	5 038	4 631	4 598	4 635	4 615	4 492	4 543	4 593
EBIT LIFO	2 200	1 000	-2 138	5 850	5 716	5 219	4 885	4 539	4 493	4 482	4 491	4 494	4 544	4 595
Rafineria	927	-1 180	-6 128	2 579	3 862	3 447	3 212	2 969	2 945	2 980	2 966	2 847	2 854	2 862
Rafineria LIFO	1 082	-492	-3 711	4 092	3 564	3 188	3 067	2 881	2 845	2 835	2 848	2 848	2 855	2 863
Petrochemia	1 205	1 314	1 299	2 282	1 935	1 698	1 368	1 220	1 214	1 217	1 215	1 209	1 209	1 209
Petrochemia LIFO	1 226	1 294	1 455	2 307	1 919	1 685	1 361	1 215	1 209	1 209	1 209	1 209	1 209	1 209
Energetyka	0	0	-5	0	52	165	283	270	271	282	291	298	303	308
Detal	647	915	1 085	1 171	1 011	1 005	997	982	966	947	927	920	959	996
Upstream	-20	-38	-292	-981	-127	-120	-118	-105	-95	-86	-79	-77	-78	-78
Funkcje korporacyjne	-735	-679	-671	-711	-704	-704	-704	-704	-704	-704	-704	-704	-704	-704
Amortyzacja	2 260	2 170	1 991	1 895	2 061	2 233	2 330	2 390	2 426	2 426	2 426	2 426	2 428	2 428
EBITDA	4 284	2 502	-2 720	6 235	8 091	7 725	7 367	7 021	7 024	7 061	7 042	6 918	6 971	7 021
EBITDA LIFO	4 459	3 086	-147	7 745	7 777	7 452	7 214	6 928	6 919	6 909	6 917	6 920	6 972	7 023
EBITDA LIFO adj*	4 709	3 369	5 021	10 376	7 777	7 452	7 214	6 928	6 919	6 909	6 917	6 920	6 972	7 023
Rafineria	2 388	719	1 829	6 443	4 221	3 890	3 782	3 611	3 600	3 589	3 603	3 603	3 610	3 618
Petrochemia	1 925	2 043	2 175	3 025	2 575	2 360	2 050	1 918	1 926	1 927	1 927	1 927	1 927	1 926
Energetyka	0	0	-5	0	90	240	395	420	421	432	441	448	453	458
Detal	1 035	1 278	1 444	1 556	1 392	1 387	1 380	1 366	1 350	1 332	1 311	1 305	1 343	1 381
Upstream	-19	-26	149	41	107	183	214	221	229	237	244	246	247	247
Funkcje korporacyjne	-620	-645	-591	-598	-608	-608	-608	-608	-608	-608	-608	-608	-608	-608
Inne	0	0	20	-91	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	2 624	157	-6 246	3 698	5 877	5 265	4 862	4 570	4 555	4 607	4 629	4 542	4 622	4 698
Zysk netto**	2 345	176	-5 811	2 837	4 524	3 968	3 651	3 425	3 412	3 455	3 472	3 401	3 464	3 523
Dług netto	6 762	4 668	6 720	6 810	6 249	3 618	1 373	-632	-2 470	-4 203	-5 701	-7 237	-8 728	-10 106
Dług netto/EBITDA LIFO adj	1,4	1,4	1,3	0,7	0,8	0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,4

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	30,12	31,11	31,39	31,60	31,78	31,91	32,06	32,13	32,14	32,15
Wartości niematerialne i prawne	0,82	0,70	1,30	1,32	1,36	1,39	1,42	1,45	1,48	1,51	1,54	1,57	1,59
Rzeczowe aktywa trwałe	24,90	22,64	24,54	27,17	28,13	28,38	28,56	28,70	28,81	28,93	28,96	28,95	28,93
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	19,42	21,50	23,09	24,22	24,97	26,24	26,92	27,99	28,99	30,26
Zapasy	13,75	9,83	10,72	10,85	11,02	11,35	11,55	11,60	12,06	12,36	12,36	12,37	12,24
Należności krótkoterminowe	7,83	7,09	6,64	6,51	6,79	7,01	7,14	7,19	7,48	7,67	7,70	7,73	7,75
Inwestycje krótkoterminowe	2,85	4,80	3,32	2,06	3,69	4,73	5,53	6,17	6,70	6,90	7,93	8,90	10,27
-środki pieniężne i ekwiwalenty	2,69	3,94	2,35	1,89	3,52	4,57	5,36	6,00	6,53	6,73	7,76	8,73	10,11
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	49,54	52,61	54,49	55,82	56,75	58,15	58,99	60,12	61,13	62,41
Kapitał (fundusz) własny	25,95	18,77	22,17	25,92	28,86	31,32	33,38	35,26	37,00	38,59	39,94	41,18	42,31
Udziały mniejszości	1,60	1,62	2,07	2,32	2,62	2,91	3,20	3,48	3,76	4,05	4,33	4,61	4,90
Zobowiązania i rezerwy na zob.	23,80	26,34	23,89	21,30	21,13	20,25	19,24	18,01	17,39	16,35	15,85	15,34	15,21
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	7,82	6,82	5,62	4,41	3,21	2,01	0,70	0,70	0,70	0,70
- w tym dług oprocentowany	6,51	9,67	8,13	7,12	6,11	4,91	3,71	2,50	1,30	0,00	0,00	0,00	0,00
Zobowiązania krótkoterminowe	15,01	13,26	12,79	11,21	12,04	12,37	12,56	12,53	13,11	13,38	12,88	12,36	12,23
- 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	49,54	52,61	54,49	55,82	56,75	58,15	58,99	60,12	61,13	62,41

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	77,69	87,54	90,90	92,94	94,26	97,87	100,60	102,32	103,73	105,17
Zysk (strata) na sprzedaży	0,41	0,39	5,02	6,03	5,49	5,04	4,63	4,60	4,64	4,62	4,49	4,54	4,59
EBITDA	2,42	-2,72	6,24	8,09	7,72	7,37	7,02	7,02	7,06	7,04	6,92	6,97	7,02
EBITDA LIFO	3,09	-0,15	7,75	7,78	7,45	7,21	6,93	6,92	6,91	6,92	6,92	6,97	7,02
EBIT	0,31	-4,71	4,34	6,03	5,49	5,04	4,63	4,60	4,64	4,62	4,49	4,54	4,59
EBIT LIFO	0,98	-2,14	5,85	5,72	5,22	4,88	4,54	4,49	4,48	4,49	4,49	4,54	4,59
Saldo działalności finansowej	-0,15	-1,54	-0,64	-0,15	-0,23	-0,18	-0,06	-0,04	-0,03	0,01	0,05	0,08	0,10
Zysk (strata) brutto	0,16	-6,25	3,70	5,88	5,27	4,86	4,57	4,55	4,61	4,63	4,54	4,62	4,70
Zyski (straty) mniejszości	-0,09	-0,02	0,40	0,24	0,30	0,29	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,29
Zysk (strata) netto	0,18	-5,81	2,84	4,52	3,97	3,65	3,42	3,41	3,45	3,47	3,40	3,46	3,52

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	6,28	7,03	6,19	6,05	6,02	6,00	5,91	6,00	6,04	6,07
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,44	-4,02	-4,10	-4,69	-3,19	-2,55	-2,52	-2,52	-2,47	-2,48	-2,38	-2,32	-2,30
Przepływy z działalności finansowej	-2,44	2,08	-2,87	-2,05	-2,22	-2,59	-2,73	-2,86	-3,00	-3,23	-2,58	-2,76	-2,40
Przepływy pieniężne netto	0,66	1,25	-1,61	-0,45	1,63	1,04	0,80	0,64	0,53	0,19	1,04	0,96	1,38
Środki pieniężne na początek okresu	2,03	2,69	3,94	2,35	1,89	3,52	4,57	5,36	6,00	6,53	6,73	7,76	8,73
Środki pieniężne na koniec okresu	2,69	3,94	2,35	1,89	3,52	4,57	5,36	6,00	6,53	6,73	7,76	8,73	10,11

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%	-12,0%	12,7%	3,8%	2,2%	1,4%	3,8%	2,8%	1,7%	1,4%	1,4%
EBITDA zmiana r/r	-	29,8%	-4,5%	-4,6%	-4,7%	0,0%	0,5%	-0,3%	-1,7%	0,8%	0,7%
EBIT zmiana r/r	-	38,9%	-8,9%	-8,3%	-8,1%	-0,7%	0,8%	-0,4%	-2,7%	1,1%	1,1%
Zysk netto zmiana r/r	-	59,5%	-12,3%	-8,0%	-6,2%	-0,4%	1,2%	0,5%	-2,0%	1,8%	1,7%
Marża EBITDA	7,1%	10,4%	8,8%	8,1%	7,6%	7,5%	7,2%	7,0%	6,8%	6,7%	6,7%
Marża EBITDA LIFO	8,8%	10,0%	8,5%	7,9%	7,5%	7,3%	7,1%	6,9%	6,8%	6,7%	6,7%
Marża EBIT	4,9%	7,8%	6,3%	5,5%	5,0%	4,9%	4,7%	4,6%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża EBIT LIFO	6,6%	7,4%	6,0%	5,4%	4,9%	4,8%	4,6%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża brutto	4,2%	7,6%	6,0%	5,3%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,4%	4,5%	4,5%
Marża netto	3,2%	5,8%	4,5%	4,0%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%
ROE	12,8%	17,5%	13,7%	11,7%	10,3%	9,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	5,9%	9,1%	7,5%	6,7%	6,1%	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	9,2	8,1	7,1	5,9	4,7	3,5	2,3	1,0	0,5	0,0	0,0
D / (D+E)	19,0%	16,4%	13,6%	10,9%	8,5%	6,2%	4,0%	1,7%	0,9%	0,0%	0,0%
D / E	23,5%	19,7%	15,7%	12,2%	9,3%	6,6%	4,2%	1,8%	0,9%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-14,8%	-2,5%	-4,1%	-3,5%	-1,3%	-0,9%	-0,6%	0,3%	1,1%	1,7%	2,3%
Dług / kapitał własny	41,3%	31,4%	24,7%	19,0%	14,2%	10,0%	6,3%	2,7%	1,3%	0,0%	0,0%
Dług netto	6,8	6,2	3,6	1,4	-0,6	-2,5	-4,2	-5,7	-7,2	-8,7	-10,1
Dług netto / kapitał własny	30,7%	24,1%	12,5%	4,4%	-1,9%	-7,0%	-11,4%	-14,8%	-18,1%	-21,2%	-23,9%
Dług netto / EBITDA	1,1	0,8	0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,4
Dług netto / EBIT	1,6	1,0	0,7	0,3	-0,1	-0,5	-0,9	-1,2	-1,6	-1,9	-2,2
EV	37,6	37,0	34,4	32,1	30,1	28,3	26,5	25,1	23,5	22,0	20,6
Dług / EV	24,4%	22,0%	20,8%	18,5%	15,7%	12,5%	8,8%	4,1%	2,2%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,5%	6,1%	3,7%	2,9%	2,8%	2,8%	2,6%	2,6%	2,4%	2,4%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	162,5%	228,9%	144,5%	112,2%	108,8%	107,4%	105,5%	106,1%	102,7%	100,5%	100,5%
Amortyzacja / Przychody	2,1%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	0,8%	-0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,1%	-5,7%	-2,8%	7,6%	7,4%	11,7%	5,4%	9,3%	2,6%	2,6%	2,7%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	10,8	6,8	7,8	8,4	9,0	9,0	8,9	8,9	9,0	8,9	8,7
P/BV*	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/CE*	6,5	4,7	5,0	5,1	5,3	5,3	5,2	5,2	5,3	5,2	5,2
EV/EBITDA*	6,0	4,6	4,4	4,4	4,3	4,0	3,8	3,6	3,4	3,2	2,9
EV/EBIT*	8,7	6,1	6,3	6,4	6,5	6,2	5,7	5,4	5,2	4,8	4,5
EV/S*	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	51,8	60,6	67,5	73,2	78,0	82,4	86,5	90,2	93,4	96,3	98,9
EPS	6,6	10,6	9,3	8,5	8,0	8,0	8,1	8,1	8,0	8,1	8,2
CEPS	11,1	15,4	14,5	14,0	13,6	13,7	13,7	13,8	13,6	13,8	13,9
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%	22,7%	30,2%	37,5%	45,0%	50,1%	54,5%	59,1%	65,4%	69,2%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 71,9 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
Trzymaj	73,0	Kupuj	69,1	13.04.2016	71,9	47 888
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 2Q'16:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	1	50%
Redukuj	1	50%
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 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 (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 13.04.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.04.2016 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 13.04.2016 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.