

PKN ORLEN

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDRNA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 72,3 PLN

6 MAJ 2016

Pozytywny sentyment do walorów PKN Orlen po publikacji wyników za 1Q'16 nieco przygał. Dobre rezultaty (rynek na początku 2016 roku zbyt negatywnie podchodził naszym zdaniem do ścieżki wynikowej) skusiły inwestorów do podjęcia realizacji zysków. W pierwszej połowie kwietnia zmienialiśmy nasze zalecenie z Kupuj na Trzymaj. Obecne poziomy kursu znów zachęcają nas do powrotu do bardziej przychylnego spojrzenia na akcje spółki. Podnosimy nasze zalecenie do Akumuluj. Cena docelowa ulega nieznacznej korekcie z 73,0 PLN na 72,3 PLN (zaktualizowanie długoterminowych założeń makro według aktualnych krzywych forward). Zdajemy sobie sprawę, że spółka ma przed sobą okres wysokiej bazy wynikowej za 2/3Q'16 i dynamiki w ujęciu r/r na poziomie oczyszczonej EBITDA LIFO będą ujemne. Jednak EBITDA'16 na poziomie 7,3-7,4 mld PLN, która jest ujęta w konsensusie jest naszym zdaniem dość ostrożnym scenariuszem i dostrzegamy pole do pozytywnych zaskoczeń. Dodatkowo zwracamy uwagę, że po raz pierwszy od wielu lat wyniki raportowane w 2016 roku mogą nie być obciążone przez zdarzenia jednorazowe (a nawet jest szans na plus ze strony odszkodowania) czy wycenę zapasów. Wysoki raportowany EPS i niski poziom zadłużenia może być podstawą do dobrej dywidendy za 2016 rok. Ryzykiem pozostaje tu oczywiście nadal niewyklarowana strategia głównego właściciela względem sektora paliwowego.

Na 2H'16 zapowiedziana jest aktualizacja strategii. W bazowym scenariuszu nie oczekujemy rewolucji. Spodziewamy się, że głównie skorygowane zostaną parametry makroekonomiczne oraz dostosowany do obecnego przebiegu inwestycji poziom CAPEX-u. 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.

Wyniki 1Q'16 były zbliżone do oczekiwań. EBITDA LIFO wyniosła 1,93 mld PLN (po oczyszczeniu o dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej 1,81 mld PLN). Konsensus kształtował się na poziomie 1,86 mld PLN, nasza prognoza wynosiła 1,85 mld PLN. W 1Q'15 spółka miała 2,1 mld PLN oczyszczonej EBITDA LIFO. Warto pamiętać, że wyniki w 1Q'16 są obciążone przez brak produkcji z uszkodzonej instalacji w Litwinowie. Większe negatywne odchylenia na poziomie wyniku netto to „zastęga” ujemnego wpływu wyceny zapasów, który został niedoszacowany przez rynek.

Marża pet-chem w kwietniu'16 wyniosła 973 EUR/t wobec 925 EUR/t rok temu i 993 EUR/t w 1Q'16. Marża rafinerijna liczona z dyferencjałem w kwietniu'16 (6,2 USD/bbl + 2,7 USD/bbl = 8,9 USD/bbl) spadła o 1,7 USD/bbl r/r (i była o 0,4 USD/bbl wyższa niż w całym 1Q'16). 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.

Oczyszczona EBITDA LIFO za 2015 rok wyniosła ponad 10 mld PLN. Obecnie w 2016 roku zakładamy spadek do 7,8 mld PLN. W rezultatach raportowanych w 2016 lub w 2017 możliwe jest rozpoznanie wyniku na odszkodowaniu za pożar w Litwinowie (ok. 2,0 mld PLN brutto - nie uwzględniamy w wynikach, ale uwzględniamy w wycenie DCF jako pozycję netto po skorygowaniu o 0,6 mld PLN kosztu odbudowy instalacji).

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mld PLN]	106,8	88,3	79,0	91,3	95,5	98,6
EBITDA [mld PLN]	-2,7	6,2	7,8	7,8	7,4	7,1
EBITDA LIFO [mld PLN]	-0,1	7,7	7,9	7,4	7,2	7,0
EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]*	5,0	10,4	7,8	7,4	7,2	7,0
EBIT [mld PLN]	-4,7	4,3	5,7	5,5	5,0	4,7
Zysk netto [mld PLN]	-5,8	2,8	4,1	4,0	3,7	3,5
Dług netto [mld PLN]	6,7	6,8	6,8	4,2	2,1	0,1
P/BV	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8
P/E	-	9,9	6,8	7,0	7,6	7,9
EV/EBITDA	-	5,6	4,5	4,2	4,1	3,9
EV/EBITDA LIFO	-	4,5	4,4	4,3	4,2	4,0
EV/EBITDA LIFO skoryg.	6,9	3,4	4,5	4,3	4,2	4,0
EV/EBIT	-	8,0	6,1	5,9	6,0	6,0

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

Wycena DCF [PLN]	72,3
Wycena porównawcza [PLN]	86,0
Wycena końcowa [PLN]	72,3
Potencjał do wzrostu / spadku	10,4%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	65,5
Kapitalizacja [mln PLN]	28 015
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	7,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	2,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-20,3%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	27,5%
ING OFE	9,3%
Aviva OFE	7,9%
Pozostali	55,2%

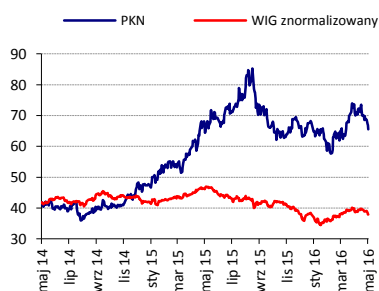
Krzysztof Pado

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
WYNIKI ZA 1Q'16 ORAZ PROGNOZA NA 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 72,3 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 86,0 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 72,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	72,3
Wycena metodą porównawczą	0%	86,0
Wycena 1 akcji PKN Orlen [PLN]		72,3

Źródło: BDM S.A.

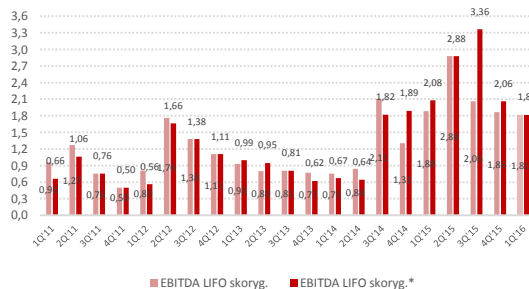
Kurs PKN vs skoryg. EBITDA LIFO* [4Q narastająco, mln PLN]



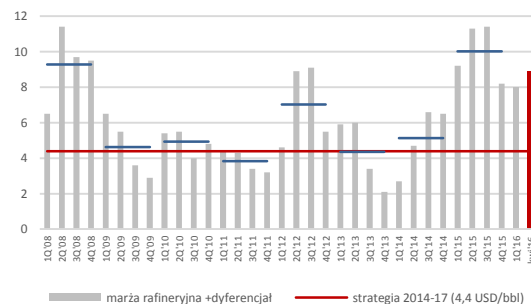
Naszym zdaniem kurs zdyskontował już ścieżkę pogorszenia wyników spółki w 2016 roku. Biorąc pod uwagę historyczną zależność pomiędzy kursem a oczyszczonym wynikiem EBITDA obecny poziom kursu odpowiada wynikowi rocznemu w granicach ok. 6,5 mld PLN (konsensus na 2016 na EBITDA wynosi 7,36 mld PLN, na 2017: 7,1 mld PLN – my zakładamy 7%/4% więcej jako EBITDA LIFO).

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)

Kwartalna EBITDA LIFO [mln PLN]

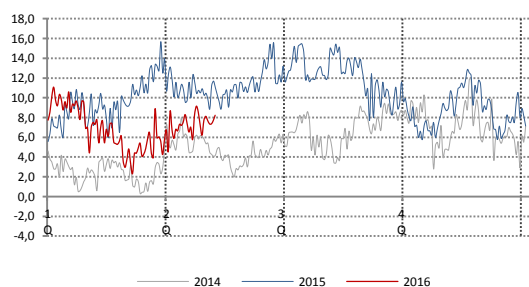


Modelowa marża rafinerijna [USD/bbl]



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

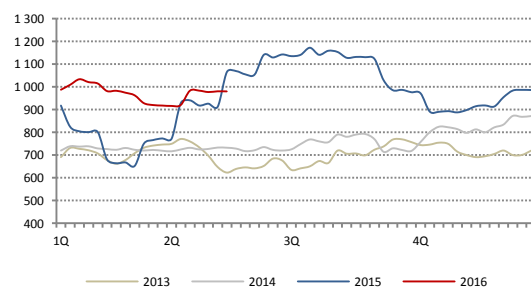
Modelowa marża rafinerijna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl] – porównanie r/r



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

Źródło: BDM S.A., spółka

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



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

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta na poziomie 1,2.

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 Unipetrol spodziewa się pokrycia przez ubezpieczycieli kosztów odbudowy instalacji (0,63 mld PLN) oraz utraconych korzyści, które w okresie do końca 1Q'16 szacowane były na około 0,84 mld PLN (w tym 0,38 mld PLN w 2015 roku). W 2/3Q'16 utracone korzyści mogą wg naszych szacunków sięgnąć kolejnych ok. 0,5-0,6 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 6 maja 2016 roku. Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 30,9 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 72,3 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	42,7	48,9	51,4	53,9	56,3	58,2	60,2	60,7	60,7	60,7
Ural [usd/bbl]	109,6	110,3	107,6	97,3	50,6	40,9	47,9	50,4	52,9	55,3	57,2	59,2	59,7	59,7	59,7
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	5,8	5,3	5,3	5,4	5,3	5,3	5,2	5,2	5,2	5,2
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	705	686	730	781	963	944	793	732	705	707	707	707	707	707	707
USD/PLN (średni)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,89	3,89	3,86	3,78	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
USD/PLN (eop)	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	3,89	3,89	3,86	3,78	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
EUR/PLN (średni)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,41	4,51	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	1,13	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	468	496	519	540	561	577	594	599	599	599
ON	964	985	943	862	506	396	464	485	507	526	541	556	561	561	561
COO	610	631	592	528	257	183	219	235	250	266	278	290	294	294	294
Benzyna surowa	931	936	901	842	464	386	441	462	483	502	518	533	538	538	538
Marża na produktach [USD/t]**:															
Benzyna	144	189	163	165	173	144	126	129	132	135	136	138	139	139	139
ON	124	138	120	112	110	72	95	96	99	100	100	101	101	101	101
COO	-231	-217	-232	-222	-140	-142	-151	-155	-158	-161	-163	-165	-166	-166	-166
Cena produktów petchem. [EUR/t]:															
Etylen	988	1 037	1 010	915	925	759	721	702	661	673	686	699	703	703	703
Propylen	1 020	1 006	1 049	1 068	801	580	701	762	772	785	798	811	814	814	814
Benzen	837	1 015	996	980	640	600	640	652	661	674	687	700	704	704	704
PX	1 102	1 114	1 050	850	695	609	627	638	648	661	673	686	690	690	690
PCW	1 100	1 071	861	853	877	829	800	792	773	780	786	792	794	794	794
HDPE	1 362	1 419	1 417	1 369	1 451	1 365	1 212	1 118	1 078	1 091	1 104	1 117	1 121	1 121	1 121
PP	1 422	1 400	1 383	1 431	1 322	1 180	1 146	1 157	1 167	1 181	1 194	1 207	1 211	1 211	1 211

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]	79,0	91,3	95,5	98,6	100,6	105,1	108,6	110,5	112,0	113,5
EBIT [mld PLN]*	5,70	5,47	5,03	4,70	4,68	4,72	4,70	4,52	4,57	4,62
EBIT LIFO [mld PLN]*	5,76	5,13	4,80	4,53	4,50	4,50	4,52	4,52	4,57	4,63
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mld PLN]	1,07	1,03	0,95	0,89	0,88	0,89	0,89	0,86	0,86	0,87
NOPLAT [mld PLN]*	4,62	4,44	4,08	3,81	3,80	3,83	3,81	3,67	3,71	3,75
Amortyzacja [mld PLN]	2,12	2,28	2,38	2,44	2,48	2,48	2,48	2,48	2,48	2,48
CAPEX [mld PLN]	-4,54	-3,24	-2,63	-2,61	-2,62	-2,57	-2,59	-2,55	-2,50	-2,50
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]*	-1,01	0,60	-0,19	-0,09	-0,07	-0,06	-0,15	-0,05	-0,04	-0,05
Odszkodowanie netto [mld PLN]**	0,00	1,39	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF [mld PLN]	1,19	5,48	3,65	3,55	3,58	3,67	3,54	3,54	3,64	3,68
DFCF [mld PLN]	1,13	4,73	2,88	2,56	2,36	2,20	1,93	1,75	1,64	1,51
Suma DFCF [mld PLN]	22,70									
Wartość rezydualna [mld PLN]	41,69		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	17,09									
Wartość firmy EV [mld PLN]	39,79									
Dług netto 2015 [mld PLN]	6,81									
Udziały mniejszości [mld PLN]	2,06									
Wartość kapitału [mld PLN]	30,92									
Ilość akcji [mln szt.]	427,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	72,3									

Przychody zmiana r/r	-10,5%	15,6%	4,6%	3,2%	2,1%	4,4%	3,3%	1,8%	1,3%	1,3%
EBIT zmiana r/r	31,3%	-3,9%	-8,1%	-6,6%	-0,5%	1,0%	-0,5%	-3,8%	1,1%	1,1%
FCF zmiana r/r	-28,1%	359,0%	-33,4%	-2,5%	0,7%	2,6%	-3,6%	-0,1%	3,0%	0,9%
Marża EBITDA	9,9%	8,5%	7,8%	7,2%	7,1%	6,9%	6,6%	6,3%	6,3%	6,3%
Marża EBIT	7,2%	6,0%	5,3%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża NOPLAT	5,9%	4,9%	4,3%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%
CAPEX / Przychody	5,7%	3,5%	2,8%	2,7%	2,6%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	214,3%	141,9%	110,4%	107,1%	105,8%	104,0%	104,6%	103,1%	101,0%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	1,3%	-0,7%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-10,8%	-4,9%	4,5%	2,8%	3,5%	1,3%	4,5%	2,7%	2,7%	3,2%

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	83,5%	86,4%	89,1%	91,6%	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	16,5%	13,6%	10,9%	8,4%	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	78,3	83,1	88,9	96,3	106,0	119,2	138,3	168,2	222,2
	0,8	73,7	77,9	82,9	89,2	97,3	108,2	123,3	146,0	183,9
	0,9	69,5	73,2	77,5	83,0	89,8	98,8	111,1	128,7	156,6
	1,0	65,7	68,9	72,7	77,4	83,3	90,8	100,8	114,9	136,0
	1,1	62,2	65,0	68,3	72,4	77,5	83,8	92,2	103,5	120,0
	1,2	58,9	61,4	64,4	67,9	72,3	77,7	84,7	94,0	107,1
	1,3	55,9	58,1	60,7	63,9	67,7	72,3	78,3	86,0	96,6

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%	77,4	82,0	87,7	94,8	104,2	116,8	135,0	163,3	213,3
	4%	67,2	70,5	74,6	79,6	85,8	93,9	104,7	120,1	143,6
	5%	58,9	61,4	64,4	67,9	72,3	77,7	84,7	94,0	107,1
	6%	52,0	53,9	56,2	58,8	61,9	65,7	70,5	76,6	84,6
	7%	46,2	47,7	49,4	51,4	53,7	56,5	59,9	64,0	69,3
	8%	41,3	42,5	43,8	45,3	47,1	49,1	51,6	54,5	58,2
	9%	37,0	38,0	39,0	40,2	41,5	43,1	44,9	47,1	49,7

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%	139,2	130,6	123,0	116,1	109,8	104,2	99,0	94,2	89,8
	4%	120,6	111,8	104,2	97,3	91,3	85,8	80,9	76,4	72,3
	5%	106,0	97,3	89,8	83,3	77,5	72,3	67,7	63,5	59,7
	6%	94,2	85,8	78,6	72,3	66,8	61,9	57,6	53,7	50,2
	7%	84,5	76,4	69,4	63,5	58,3	53,7	49,7	46,1	42,8
	8%	76,4	68,5	61,9	56,3	51,4	47,1	43,3	39,9	36,9
	9%	69,4	61,9	55,6	50,2	45,6	41,5	38,0	34,8	32,0

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

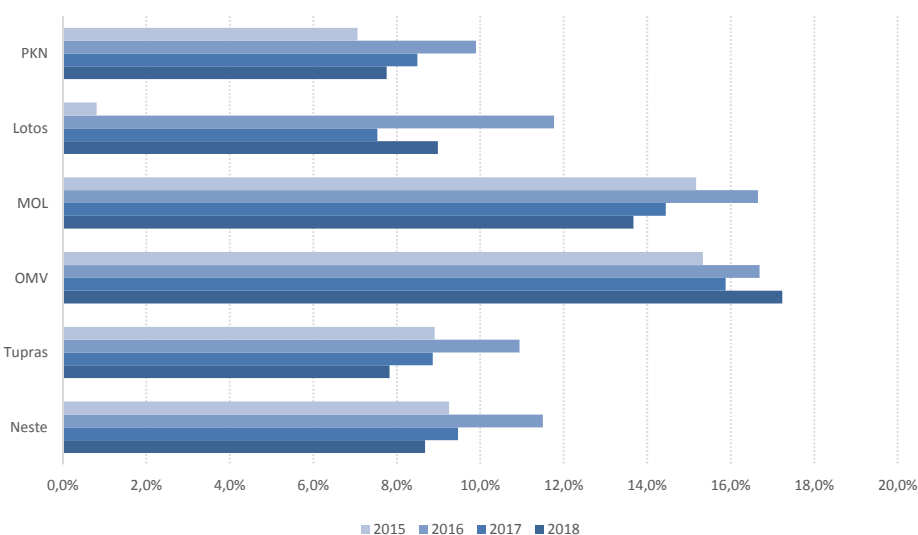
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2016-2018 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE. Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%. Porównując wyniki PKN ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 36,8 mld PLN mln PLN, co odpowiada 86,0 PLN na jedną akcję. Ze względu na brak pełnej porównywalności PKN do innych spółek z branży (spółka posiada marginalny dla wyników segment wydobywczy, natomiast silnie rozwinięta jest petrochemia) przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Lotos	7,1	17,9	6,3	4,5	6,0	4,1
MOL	12,4	9,9	8,2	4,0	3,7	3,2
OMV	24,0	13,0	10,3	4,3	3,5	3,1
Tupras-Turkiye	7,3	7,1	7,4	6,1	6,0	5,7
Neste Oil	10,9	11,7	11,1	6,5	6,7	6,3
Mediana	10,9	11,7	8,2	4,5	6,0	4,1
PKN Orlen	6,8	7,0	7,6	4,5	4,2	4,1
Premia/dyskonto	-37,4%	-40,1%	-8,3%	-0,9%	-30,4%	-0,2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	104,7	109,3	71,4	66,3	98,4	65,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	95,1			76,8		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	86,0					

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

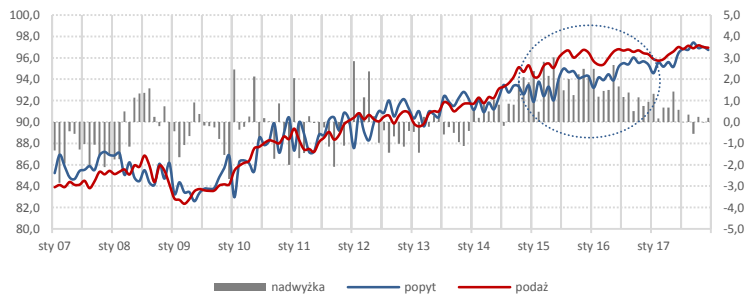
Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A.

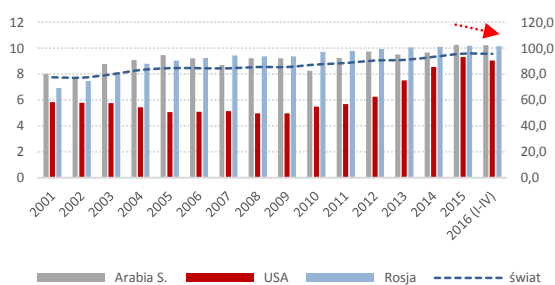
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

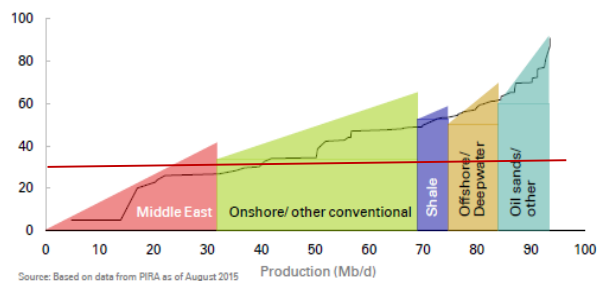
Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

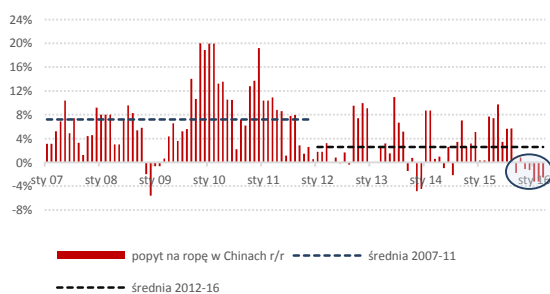
Krzywa całkowitych kosztów produkcji ropy [USD/bbl]

\$/bbl, Brent equivalent



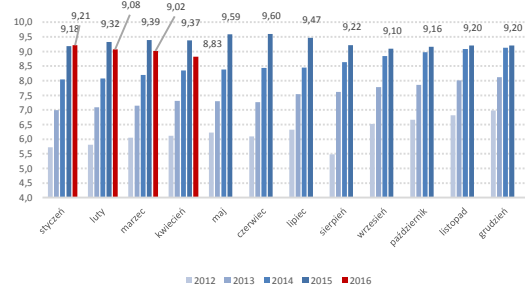
Źródło: BP: New Economics of Oil 13/10/2015

Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



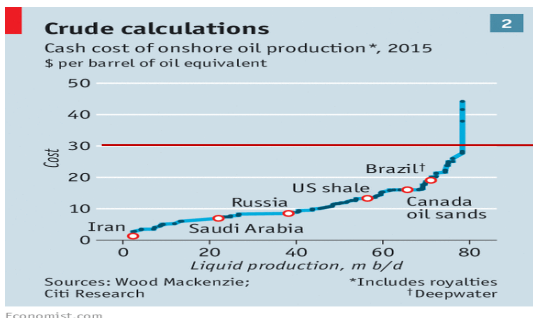
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



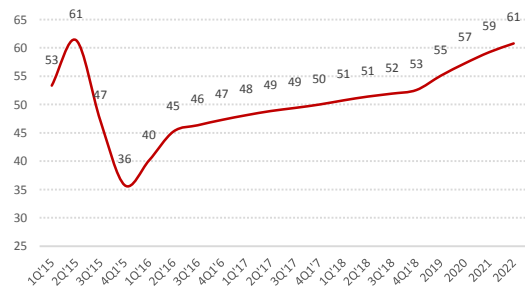
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, dane na koniec każdego miesiąca

Krzywa kosztów gotówkowych produkcji ropy [USD/bbl]



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

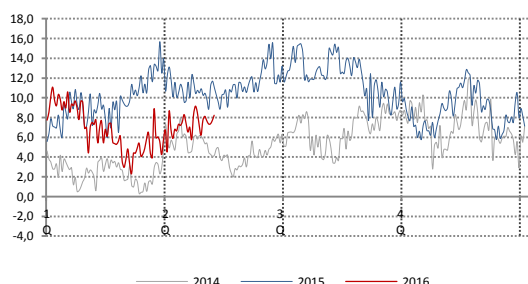
Krzywa kontraktów futures na ropę Brent – cena na koniec okresu [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- W styczniu cena ropy Brent spadła nawet poniżej 30 USD/bbl. W kolejnych miesiącach rynek wyraźnie odbił na fali doniesień o możliwych cięciach produkcji. Rozmowy OPEC-Rosja w Doha zakończyły się fiaskiem, ale widać wyraźnie dostosowywanie się podaży z USA do bieżących cen, co pozytywnie wpływa na sentyment rynkowy.
- Dane o produkcji za I-IV'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 różnie w ujęciu r/r, obecnie w tempie nawet lepszym niż podaż), że nadal trwa budowanie zapasów.
- W kwietniu kolejny miesiąc w ujęciu r/r spadała 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.

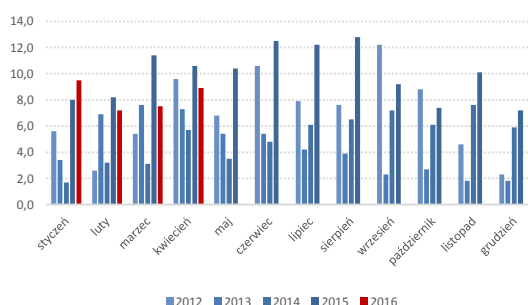
Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl] – porównanie r/r



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

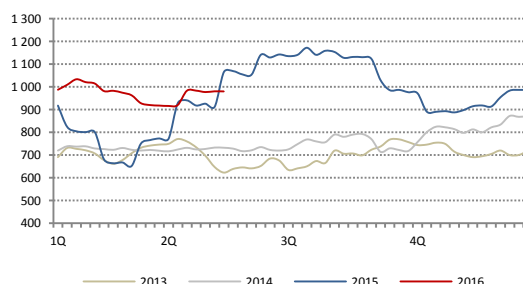
Marża = 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent

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



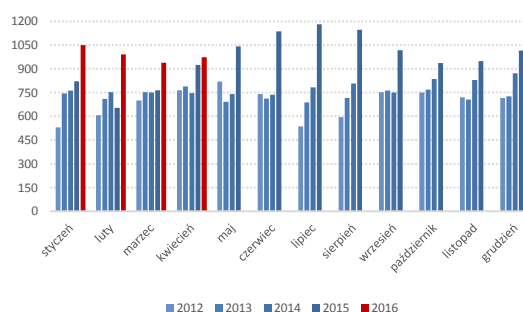
Źródło: BDM S.A., spółka

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



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

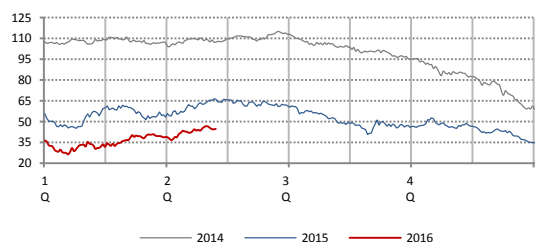
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] - porównanie r/r



Źródło: BDM S.A., spółka

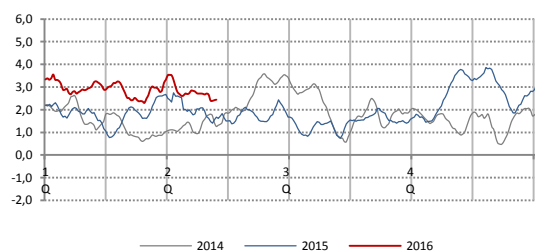
- Marża rafineryjna liczona z dyferencjałem w kwietniu'16 (6,2 USD/bbl + 2,7 USD/bbl = 8,9 USD/bbl) spadła o 1,7 USD/bbl r/r (i była o 0,4 USD/bbl wyższa niż w całym 1Q'16). Marża pet-chem w kwietniu'16 wyniosła 973 EUR/t wobec 925 EUR/t rok temu i 993 EUR/t w 1Q'16. Średnia cena ropy Brent spadła do 41,5 USD/bbl z 59,8 USD/bbl.
- Sytuacja na marżach według poszczególnych produktów jest zróżnicowana. Marża na benzynie była dość zbliżona r/r (184 USD/t w kwietniu'16 vs 195 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 dieselu spadła do 60 USD/t, czyli o blisko połowę r/r). Generalnie sytuacja jest więc bardzo podobna do 1Q'16. 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 niżej 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

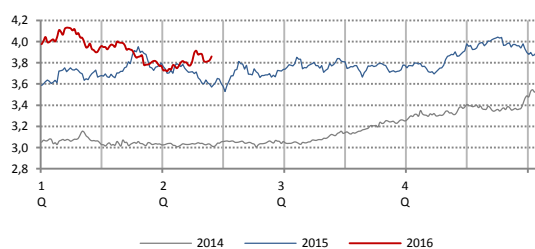


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

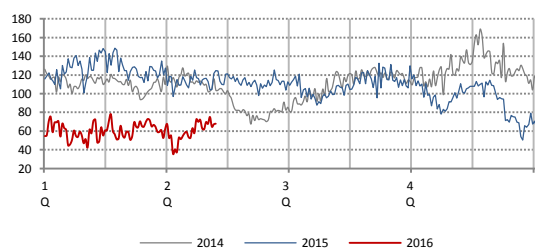
Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl, średnia 5-dni] r/r



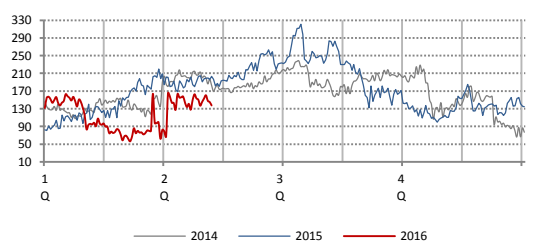
Źródło: BDM S.A., Neste Oil
USD/PLN



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

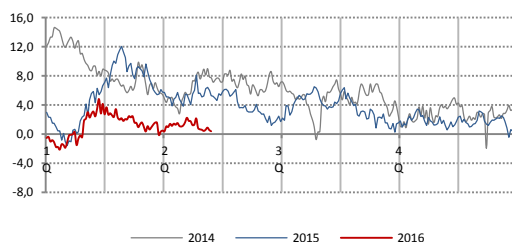


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna marża [USD/t] r/r – spot



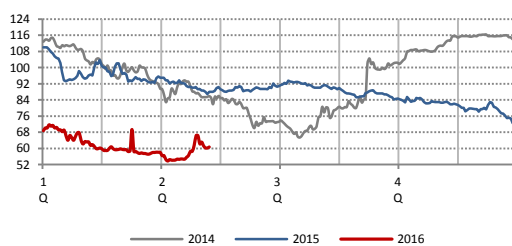
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r

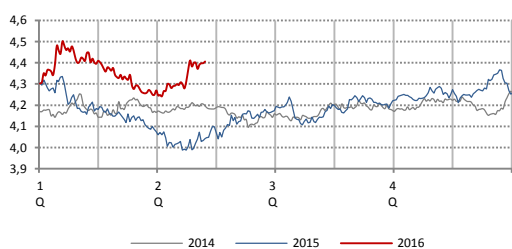


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

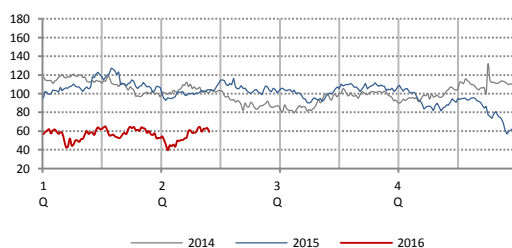
Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]



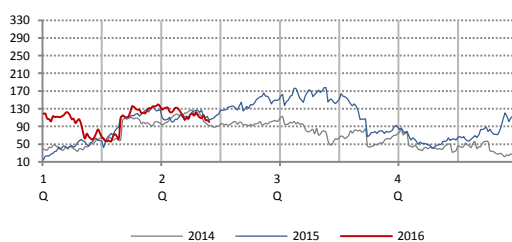
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/PLN



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

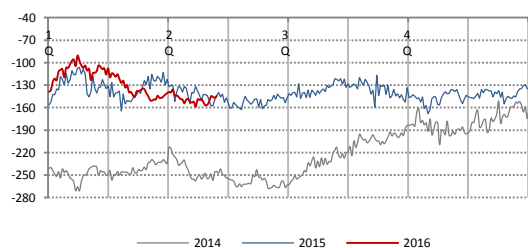
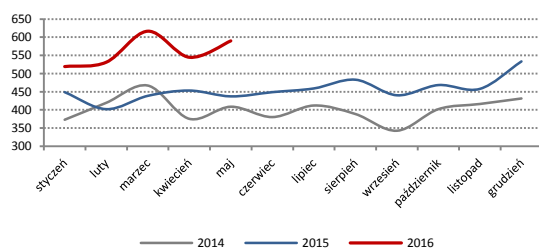
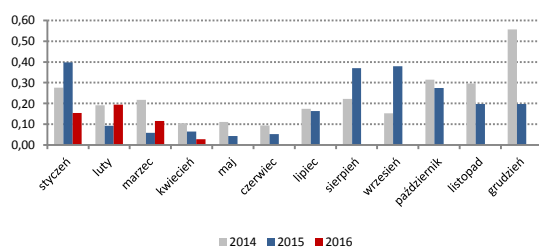
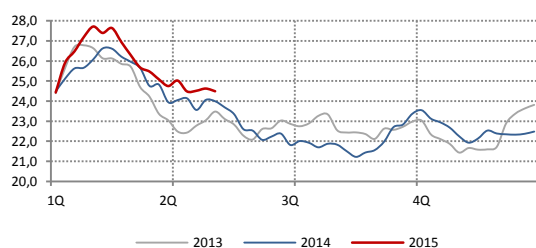
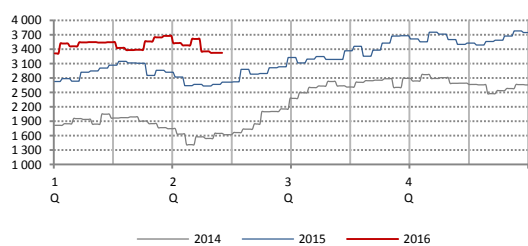


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna marża [USD/t] r/r – futures 1M, NWE



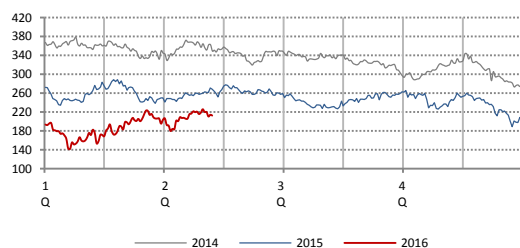
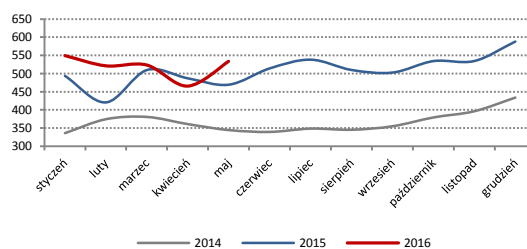
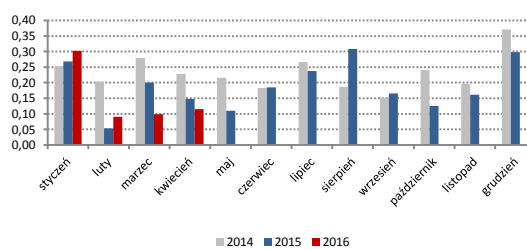
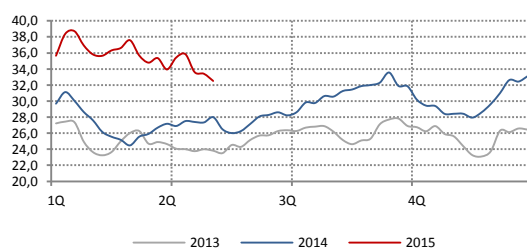
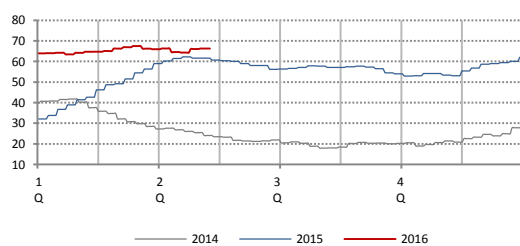
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

COO marża [USD/t] r/r – spot


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna – premia łądowa 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]


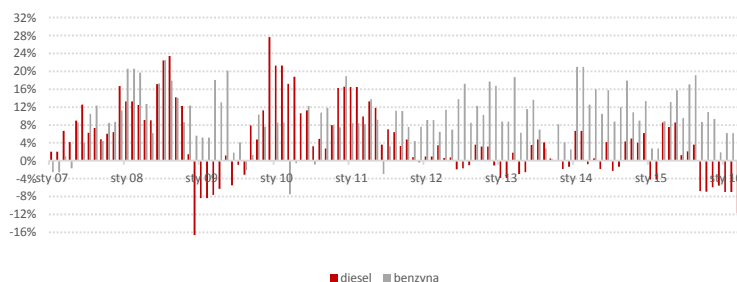
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
ON – premia łądowa 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

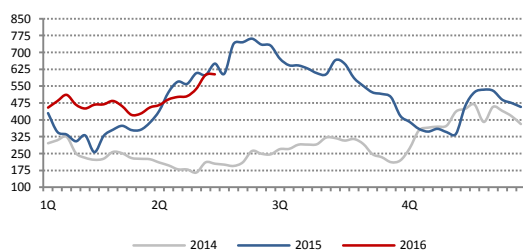
Zmiana popytu na diesla i benzynę w Chinach r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

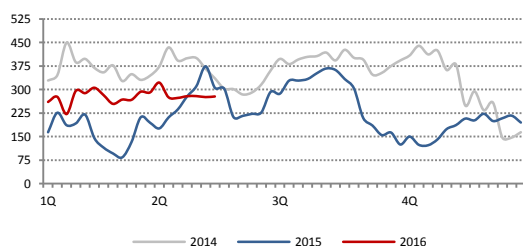
- Marże w obszarze petrochemicznym na początku 2016 roku wyglądają nadal bardzo dobrze i utrzymuje się w okolicach 1000 EUR/t (w styczniu 1050 EUR/t, luty: 991 EUR/t, marzec: 939 EUR/t, kwiecień: 973 EUR/t). Przy tym jednak baza z ubiegłego roku od kwietnia rośnie (dodatkowo może pojawić się presja ze strony wzrostu cen ropy). Marże jak na początek roku wyglądają 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 Litvinowie, której odbudowa zakończy się dopiero w 3Q'16 (spółka ma jednak spore szanse uzyskać ubezpieczenie za utracone korzyści).

Marża etylen – nafta [EUR/t]



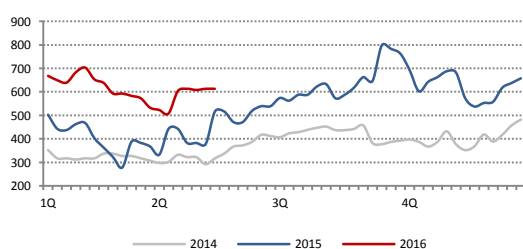
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża benzen – nafta [EUR/t]



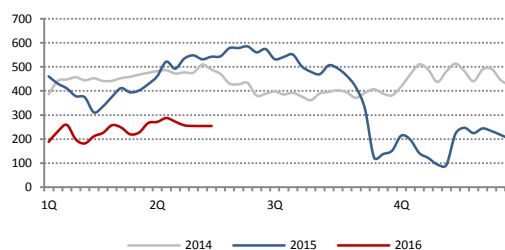
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polipropylen – propylen [EUR/t]



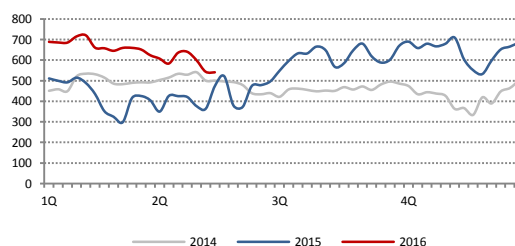
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża propylen – nafta [EUR/t]



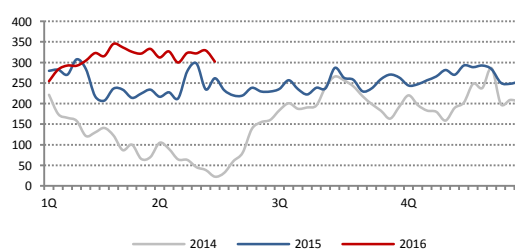
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polietylen – etylen [EUR/t]



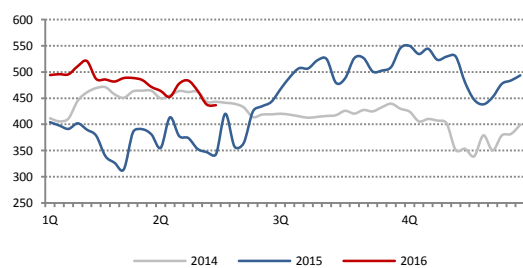
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża PTA – nafta [EUR/t]



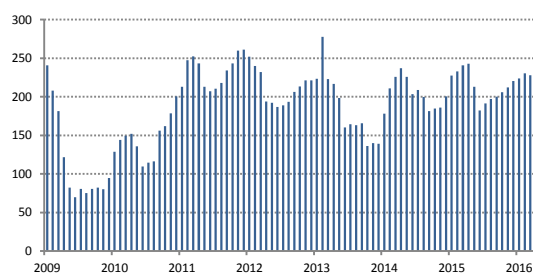
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ZCE Purified Terephthalic Acid (PTA) Future Contract

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 (od 2013 wg ceny TGE 1M)

WYNIKI ZA 1Q'16 ORAZ PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 1Q'2016

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	odchyl.	1Q'16P kons	odchyl.	Zakres 1Q'16P	2015	2016P BDM	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	20 005	16 213	-19,0%	15 780	2,7%	16 389	-1,1%	18147 - 21886	88 336	79 032	-10,5%
EBITDA	1 662	993	-40,3%	1 423	-30,2%	1 452	-31,6%	303 - 1209	6 235	7 819	25,4%
EBITDA LIFO	1 899	1 930	1,6%	1 849	4,4%	1 860	3,8%	1414 - 2259	7 745	7 875	1,7%
EBITDA LIFO skoryg*	2 077	1 813	-12,7%	1 849	-2,0%	-	-		10 376	7 758	-25,2%
EBIT	1 210	478	-60,5%	925	-48,3%	951	-49,7%	-182 - 737	4 340	5 699	31,3%
EBIT LIFO	1 447	1 415	-2,2%	1 351	4,7%	1 359	4,1%	924 - 1787	5 850	5 755	-1,6%
EBIT LIFO skoryg*	1 625	1 298	-20,1%	1 351	-3,9%	-	-		8 481	5 638	-33,5%
Zysk (strata) brutto	1 034	434	-58,0%	1 022	-57,5%	-	-		3 698	5 303	43,4%
Zysk (strata) netto	756	337	-55,4%	772	-56,3%	791	-57,4%	-350 - 436	2 837	4 116	45,1%
Marża EBITDA	8,3%	6,1%		9,0%		8,9%			7,1%	9,9%	
Marża EBITDA LIFO	9,5%	11,9%		11,7%		11,3%			8,8%	10,0%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	10,4%	11,2%		11,7%		-			11,7%	9,8%	
Marża EBIT	6,0%	2,9%		5,9%		5,8%			4,9%	7,2%	
Marża zysku netto	3,8%	2,1%		4,9%		4,8%			3,2%	5,2%	

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

Wyniki za 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 cieków; na dieslu nadal daje o sobie znać spora podaż). Przez cały kwartał sprzyjający był dyferencjał oraz kurs USD/PLN. Początek 2016 roku przyniósł nadal dobre marże w segmencie petrochemicznym. 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).
- Wyniki 1Q'16 były zbliżone do oczekiwań. EBITDA LIFO wyniosła 1,93 mld PLN (po oczyszczeniu o dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej było to 1,81 mld PLN – dodatni wynik rozpoznano m.in. na sprzedaży spółki transportowej). Konsensus kształtował się na poziomie 1,86 mld PLN, nasza prognoza wynosiła 1,85 mld PLN. W 1Q'15 spółka miała 2,1 mld PLN oczyszczonej EBITDA LIFO. Warto pamiętać, że wyniki w 1Q'16 są obciążone przez brak produkcji z uszkodzonej instalacji w Litvinovie. Większe negatywne odchylenia na poziomie wyniku netto to „zasługa” ujemnego wpływu wyceny zapasów, który został niedoszacowany przez rynek.
- Oczyszczona EBITDA LIFO w podziale na segmenty wyniosła odpowiednio: 1,1 mld PLN w rafinerii, 0,6 mld PLN w petrochemii (bardzo dobre wyniki w Anwilu na tanim gazie oraz w PTA), 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).
- Cash flow operacyjny w 1Q'16 wyniósł 2,9 mld PLN. Dług netto na koniec 1Q'16 sięgnął poziomu 5,5 mld PLN (6,2 mld PLN po 1Q'15).

Perspektywy na kolejne okresy

- Podchodzimy nadal sceptycznie do możliwości powtórzenia tak dobrych jak w 2015 roku marż produktowych przez cały rok, jeśli zrealizuje się scenariusz trwałego odbicia cen ropy. W modelu zakładamy, że modelowa marża rafineryjna wyniesie 5,8 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 944 EUR/t.
- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom ok 61 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 7,8 mld PLN. Na poziomie EBITDA także estymujemy wynik na poziomie 7,8 mld PLN (zakładany odwrócenie negatywnego efektu LIFO na wzroście cen ropy po 1Q'16).
- Na oczyszczony wynik EBITDA LIFO w 2016 w naszym modelu składa się: rafineria – 4,2 mld PLN (pochodna spadku marży 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 środowisko 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 7,36 mld PLN. 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 Litvinowie (w CAPEX-ie nie jest uwzględniony także koszt odbudowy). Na bazie posiadanych polis ubezpieczeniowych oraz szacunków Unipetrol spodziewa się pokrycia przez ubezpieczycieli kosztów odbudowy instalacji (0,63 mld PLN) oraz utraconych korzyści, które w okresie do końca 1Q'16 szacowane były na około 0,84 mld PLN (w tym 0,38 mld PLN w 2015 roku). W 2/3Q'16 utracone korzyści mogą wg naszych szacunków sięgnąć kolejnych ok. 0,5-0,6 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'16	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	43,9	46,0	47,0
Ural CIF Rotterdam	106,6	107,4	100,1	75,1	52,2	60,4	48,5	41,1	31,2	41,5	44,7	46,0
Dyferencjał Brent - Ural	1,4	2,2	1,8	1,5	1,7	1,5	1,5	2,7	2,7	2,4	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	5,5	7,1	5,4
Modelowa marża petrochem	756	741	782	844	746	1 035	1 113	959	998	997	900	881
USD/PLN średni	3,06	3,04	3,15	3,37	3,73	3,70	3,77	3,89	3,96	3,83	3,87	3,89
USD/PLN [eop]	3,03	3,05	3,30	3,51	3,81	3,76	3,78	3,90	3,76	3,85	3,87	3,89
Przerób ropy [tys t]	6 190	6 480	7 385	7 221	6 652	8 149	8 332	7 776	7 369	7 170	7 833	8 046
Przychody	24 119	28 651	29 160	24 902	20 005	24 776	23 468	20 087	16 213	18 082	21 978	22 759
Downstream	15 718	19 293	19 273	16 265	12 880	16 564	15 060	12 483	9 838	10 653	13 516	14 660
Detal	8 320	9 272	9 778	8 543	7 050	8 132	8 333	7 537	6 264	7 336	8 358	8 005
Upstream	55	68	91	84	52	61	49	53	92	74	78	79
Funkcje korporacyjne	26	18	18	10	23	19	26	14	19	19	26	14
Saldo PPO/PKO	201	-4 989	7	-377	19	-418	-102	-433	117	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	478	1 928	1 794	1 498
Amortyzacja	522	524	460	485	452	464	469	510	515	516	540	549
EBITDA	776	-4 293	1 461	-664	1 662	2 627	1 625	321	993	2 445	2 334	2 047
EBITDA LIFO	953	-4 146	2 117	929	1 899	2 458	1 959	1 429	1 930	1 879	2 115	1 951
EBITDA LIFO adj*	671	643	1 820	1 887	2 077	2 876	3 361	2 062	1 813	1 879	2 115	1 951
marża	2,8%	2,2%	6,2%	7,6%	10,4%	11,6%	14,3%	10,3%	11,2%	10,4%	9,6%	8,6%
Rafineria	-1	74	880	876	1 282	1 710	2 047	1 404	1 063	1 031	1 124	1 015
Petrochemia	556	339	585	695	663	1 002	908	452	638	615	614	693
Energetyka	-1	-1	0	-3	0	0	0	0	0	0	58	50
Detal	223	359	441	421	281	347	546	382	300	359	413	331
Upstream	29	26	51	43	14	13	9	5	27	32	36	37
Funkcje korporacyjne	-136	-160	-137	-158	-135	-158	-120	-185	-151	-158	-130	-175
Inne korekty	1	6	0	13	-28	-38	-29	4	-64	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]	42,3	42,7	0,9%	47,5	48,9	2,9%	49,5	51,4	3,9%
Marża rafineria z dyf. [USD/bbl]	8,0	7,7	-4,3%	6,6	6,3	-4,4%	6,6	6,3	-4,5%
Marża pet-chem [EUR/t]	938	944	0,6%	799	793	-0,8%	738	732	-0,9%
USD/PLN	3,82	3,89	1,7%	3,78	3,89	3,0%	3,74	3,86	3,1%
Przychody	77 692	79 032	1,7%	87 536	91 328	4,3%	90 899	95 527	5,1%
EBITDA	8 091	7 819	-3,4%	7 725	7 758	0,4%	7 367	7 412	0,6%
EBITDA LIFO	7 777	7 875	1,3%	7 452	7 412	-0,5%	7 214	7 177	-0,5%
EBITDA LIFO skoryg	7 777	7 758	-0,2%	7 452	7 412	-0,5%	7 214	7 177	-0,5%
EBIT	6 030	5 699	-5,5%	5 491	5 475	-0,3%	5 038	5 032	-0,1%
Zysk brutto	5 877	5 303	-9,8%	5 265	5 230	-0,7%	4 862	4 847	-0,3%
Zysk netto	4 524	4 116	-9,0%	3 968	4 011	1,1%	3 651	3 708	1,6%
Marża EBITDA	10,4%	9,9%		8,8%	8,5%		8,1%	7,8%	
Marża EBIT	7,8%	7,2%		6,3%	6,0%		5,5%	5,3%	
Marża zysku netto	5,8%	5,2%		4,5%	4,4%		4,0%	3,9%	

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	79 041	79 032	0,0%	93 413	91 328	-2,2%	99 503	95 527	-4,0%
EBITDA LIFO skoryg.	-	7 758	-	-	7 412	-	-	7 177	-
EBITDA LIFO	-	7 875	-	-	7 412	-	-	7 177	-
EBITDA	7 357	7 819	6,3%	7 105	7 758	9,2%	6 967	7 412	6,4%
EBIT	5 387	5 699	5,8%	5 090	5 475	7,6%	4 787	5 032	5,1%
Zysk netto	3 829	4 116	7,5%	3 580	4 011	12,0%	3 426	3 708	8,2%
Dług netto	5 158	6 827	32,4%	3 612	4 189	16,0%	2 547	2 079	-18,4%
Marża EBITDA	9,3%	9,9%		7,6%	8,5%		7,0%	7,8%	
Marża EBIT	6,8%	7,2%		5,4%	6,0%		4,8%	5,3%	
Marża zysku netto	4,8%	5,2%		3,8%	4,4%		3,4%	3,9%	

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
2016-04-26	6,92	7,20	4,2%	7,23	0,4%
2016-04-25	7,68	7,43	-3,3%	7,51	1,1%
2016-04-22	8,03	7,42	-7,6%	6,78	-8,6%
2016-04-21	6,40	5,69	-11,0%	-	-
2016-04-21	5,71	5,74	0,6%	-	-
2016-04-21	7,67	7,34	-4,4%	-	-
2016-04-19	6,80	6,08	-10,6%	6,30	3,7%
2016-04-19	7,56	7,01	-7,3%	6,62	-5,5%
2016-04-15	7,17	6,60	-7,9%	6,67	1,0%
2016-04-14	7,45	7,10	-4,7%	-	-
2016-04-13	8,09	7,73	-4,5%	7,37	-4,6%
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%
2016-03-01	6,28	5,95	-5,2%	6,22	4,5%
2016-02-25	8,76	8,77	0,1%	-	-
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	-	-	-	-
2016-01-25	8,88	9,21	3,7%	8,74	-5,1%
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	30 418	31 698	31 698	31 698	30 979	31 698	31 707	31 712	31 731	31 731
Przychody	120 100	113 852	106 832	88 336	79 032	91 328	95 527	98 583	100 645	105 108	108 559	110 537	112 005	113 502
Downstream	81 844	77 303	70 549	56 987	48 668	58 103	60 559	62 156	62 628	65 375	67 048	67 531	67 550	67 539
Detal	38 140	36 461	35 913	31 052	29 963	32 712	34 397	35 848	37 427	39 130	40 899	42 391	43 837	45 344
Upstream	1	17	298	215	324	436	494	502	512	525	534	537	540	540
Funkcje korporacyjne	115	71	72	82	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
EBIT	2 024	332	-4 711	4 340	5 699	5 475	5 032	4 701	4 679	4 724	4 700	4 523	4 573	4 624
EBIT LIFO	2 200	1 000	-2 138	5 850	5 755	5 128	4 796	4 529	4 497	4 502	4 520	4 524	4 574	4 626
Rafineria	927	-1 180	-6 128	2 579	3 553	3 524	3 315	3 179	3 143	3 179	3 156	2 986	2 993	3 000
Rafineria LIFO	1 082	-492	-3 711	4 092	3 615	3 195	3 092	3 015	2 970	2 968	2 985	2 987	2 994	3 001
Petrochemia	1 205	1 314	1 299	2 282	1 915	1 663	1 366	1 215	1 211	1 214	1 212	1 203	1 203	1 202
Petrochemia LIFO	1 226	1 294	1 455	2 305	1 910	1 646	1 354	1 207	1 202	1 203	1 203	1 203	1 203	1 202
Energetyka	0	0	-5	0	71	146	210	162	179	192	203	211	216	222
Detal	647	915	1 085	1 171	1 015	996	988	973	956	937	916	909	948	985
Upstream	-20	-38	-292	-981	-154	-149	-142	-121	-105	-92	-82	-79	-79	-79
Funkcje korporacyjne	-735	-679	-671	-711	-701	-706	-706	-706	-706	-706	-706	-706	-706	-706
Amortyzacja	2 260	2 170	1 991	1 895	2 120	2 284	2 381	2 440	2 476	2 476	2 476	2 476	2 478	2 478
EBITDA	4 284	2 502	-2 720	6 235	7 819	7 758	7 412	7 141	7 155	7 200	7 176	6 999	7 051	7 102
EBITDA LIFO	4 459	3 086	-147	7 745	7 875	7 412	7 177	6 969	6 973	6 978	6 996	7 001	7 053	7 104
EBITDA LIFO adj*	4 709	3 369	5 021	10 376	7 758	7 412	7 177	6 969	6 973	6 978	6 996	7 001	7 053	7 104
Rafineria	2 388	719	1 829	6 443	4 233	3 897	3 807	3 745	3 725	3 723	3 740	3 742	3 749	3 756
Petrochemia	1 925	2 043	2 175	3 025	2 561	2 314	2 036	1 901	1 911	1 911	1 911	1 911	1 911	1 910
Energetyka	0	0	-5	0	108	221	322	312	329	342	353	361	366	372
Detal	1 035	1 278	1 444	1 556	1 403	1 386	1 379	1 364	1 348	1 329	1 309	1 302	1 340	1 378
Upstream	-19	-26	149	41	132	209	247	260	274	286	296	299	301	301
Funkcje korporacyjne	-620	-645	-591	-598	-614	-614	-614	-614	-614	-614	-614	-614	-614	-614
Inne	0	0	20	-91	-64	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	2 624	157	-6 246	3 698	5 303	5 230	4 847	4 631	4 626	4 683	4 700	4 559	4 639	4 715
Zysk netto**	2 345	176	-5 811	2 837	4 116	4 011	3 708	3 539	3 534	3 579	3 592	3 466	3 540	3 600
Dług netto	6 762	4 668	6 720	6 810	6 827	4 189	2 079	85	-1 753	-3 505	-5 020	-6 543	-8 033	-9 406
Dług netto/EBITDA LIFO adj	1,4	1,4	1,3	0,7	0,9	0,6	0,3	0,0	-0,3	-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	29,88	30,84	31,09	31,26	31,40	31,50	31,61	31,69	31,71	31,74
Wartości niematerialne i prawne	0,82	0,70	1,30	1,33	1,36	1,40	1,43	1,47	1,50	1,54	1,57	1,60	1,63
Rzeczowe aktywa trwałe	24,90	22,64	24,54	26,93	27,85	28,06	28,20	28,31	28,37	28,45	28,49	28,49	28,48
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	19,58	21,97	23,76	25,13	26,10	27,64	28,53	29,60	30,59	31,86
Zapasy	13,75	9,83	10,72	11,33	11,67	12,21	12,57	12,78	13,39	13,81	13,81	13,82	13,68
Należności krótkoterminowe	7,83	7,09	6,64	6,75	7,17	7,50	7,73	7,86	8,23	8,49	8,53	8,56	8,59
Inwestycje krótkoterminowe	2,85	4,80	3,32	1,50	3,14	4,04	4,83	5,47	6,02	6,23	7,25	8,22	9,59
-środki pieniężne i ekwiwalenty	2,69	3,94	2,35	1,33	2,97	3,87	4,66	5,30	5,85	6,06	7,08	8,05	9,42
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	49,47	52,81	54,84	56,39	57,51	59,14	60,15	61,29	62,31	63,60
Kapitał (fundusz) własny	25,95	18,77	22,17	25,50	28,48	31,00	33,18	35,17	37,04	38,75	40,16	41,48	42,68
Udziały mniejszości	1,60	1,62	2,07	2,26	2,49	2,72	2,94	3,15	3,37	3,59	3,81	4,04	4,26
Zobowiązania i rezerwy na zob.	23,80	26,34	23,89	21,71	21,83	21,13	20,28	19,18	18,73	17,80	17,31	16,79	16,66
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	7,83	6,83	5,63	4,42	3,22	2,02	0,72	0,72	0,72	0,72
- w tym dług oprocentowany	6,51	9,67	8,13	7,13	6,13	4,93	3,72	2,52	1,32	0,01	0,01	0,01	0,01
Zobowiązania krótkoterminowe	15,01	13,26	12,79	11,61	12,73	13,23	13,59	13,69	14,44	14,82	14,32	13,81	13,67
- 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	49,47	52,81	54,84	56,39	57,51	59,14	60,15	61,29	62,31	63,60

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	79,03	91,33	95,53	98,58	100,65	105,11	108,56	110,54	112,01	113,50
Zysk (strata) na sprzedaży	0,41	0,39	5,02	5,58	5,47	5,03	4,70	4,68	4,72	4,70	4,52	4,57	4,62
EBITDA	2,42	-2,72	6,24	7,82	7,76	7,41	7,14	7,15	7,20	7,18	7,00	7,05	7,10
EBITDA LIFO	3,09	-0,15	7,75	7,88	7,41	7,18	6,97	6,97	6,98	7,00	7,00	7,05	7,10
EBIT	0,31	-4,71	4,34	5,70	5,47	5,03	4,70	4,68	4,72	4,70	4,52	4,57	4,62
EBIT LIFO	0,98	-2,14	5,85	5,76	5,13	4,80	4,53	4,50	4,50	4,52	4,52	4,57	4,63
Saldo działalności finansowej	-0,15	-1,54	-0,64	-0,40	-0,24	-0,18	-0,07	-0,05	-0,04	0,00	0,04	0,07	0,09
Zysk (strata) brutto	0,16	-6,25	3,70	5,30	5,23	4,85	4,63	4,63	4,68	4,70	4,56	4,64	4,72
Zyski (straty) mniejszości	-0,09	-0,02	0,40	0,19	0,23	0,23	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Zysk (strata) netto	0,18	-5,81	2,84	4,12	4,01	3,71	3,54	3,53	3,58	3,59	3,47	3,54	3,60

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	5,55	7,06	6,08	6,07	6,04	6,04	5,95	6,05	6,11	6,14
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,44	-4,02	-4,10	-4,52	-3,21	-2,58	-2,55	-2,54	-2,49	-2,50	-2,45	-2,39	-2,37
Przepływy z działalności finansowej	-2,44	2,08	-2,87	-2,05	-2,22	-2,59	-2,73	-2,86	-3,00	-3,24	-2,58	-2,76	-2,40
Przepływy pieniężne netto	0,66	1,25	-1,61	-1,02	1,64	0,91	0,79	0,64	0,55	0,21	1,02	0,96	1,37
Środki pieniężne na początek okresu	2,03	2,69	3,94	2,35	1,33	2,97	3,87	4,66	5,30	5,85	6,06	7,08	8,05
Środki pieniężne na koniec okresu	2,69	3,94	2,35	1,33	2,97	3,87	4,66	5,30	5,85	6,06	7,08	8,05	9,42

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%	-10,5%	15,6%	4,6%	3,2%	2,1%	4,4%	3,3%	1,8%	1,3%	1,3%
EBITDA zmiana r/r	-	25,4%	-0,8%	-4,5%	-3,7%	0,2%	0,6%	-0,3%	-2,5%	0,7%	0,7%
EBIT zmiana r/r	-	31,3%	-3,9%	-8,1%	-6,6%	-0,5%	1,0%	-0,5%	-3,8%	1,1%	1,1%
Zysk netto zmiana r/r	-	45,1%	-2,5%	-7,6%	-4,6%	-0,2%	1,3%	0,4%	-3,5%	2,2%	1,7%
Marża EBITDA	7,1%	9,9%	8,5%	7,8%	7,2%	7,1%	6,9%	6,6%	6,3%	6,3%	6,3%
Marża EBITDA LIFO	8,8%	10,0%	8,1%	7,5%	7,1%	6,9%	6,6%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%
Marża EBIT	4,9%	7,2%	6,0%	5,3%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT LIFO	6,6%	7,3%	5,6%	5,0%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża brutto	4,2%	6,7%	5,7%	5,1%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,1%	4,2%
Marża netto	3,2%	5,2%	4,4%	3,9%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,1%	3,2%	3,2%
ROE	12,8%	16,1%	14,1%	12,0%	10,7%	10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	5,9%	8,3%	7,6%	6,8%	6,3%	6,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	9,2	8,2	7,2	6,0	4,7	3,5	2,3	1,0	0,5	0,0	0,0
D / (D+E)	19,0%	16,5%	13,6%	10,9%	8,4%	6,2%	4,0%	1,7%	0,9%	0,0%	0,0%
D / E	23,5%	19,7%	15,7%	12,2%	9,2%	6,6%	4,1%	1,8%	0,9%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-14,8%	-6,9%	-4,5%	-3,7%	-1,5%	-1,1%	-0,9%	0,0%	0,8%	1,4%	2,0%
Dług / kapitał własny	41,3%	32,0%	25,1%	19,2%	14,3%	10,1%	6,3%	2,7%	1,3%	0,0%	0,0%
Dług netto	6,8	6,8	4,2	2,1	0,1	-1,8	-3,5	-5,0	-6,5	-8,0	-9,4
Dług netto / kapitał własny	30,7%	26,8%	14,7%	6,7%	0,3%	-5,0%	-9,5%	-13,0%	-16,3%	-19,4%	-22,0%
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	-1,8	-2,0
EV	34,8	34,8	32,2	30,1	28,1	26,3	24,5	23,0	21,5	20,0	18,6
Dług / EV	26,3%	23,4%	22,2%	19,8%	16,9%	13,5%	9,6%	4,5%	2,5%	0,1%	0,1%
CAPEX / Przychody	3,5%	5,7%	3,5%	2,8%	2,7%	2,6%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	162,5%	214,3%	141,9%	110,4%	107,1%	105,8%	104,0%	104,6%	103,1%	101,0%	101,0%
Amortyzacja / Przychody	2,1%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	1,2%	-0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,1%	-10,2%	-2,1%	10,1%	8,5%	12,4%	6,3%	9,7%	2,7%	2,6%	3,1%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
P/E*	9,9	6,8	7,0	7,6	7,9	7,9	7,8	7,8	8,1	7,9	7,8
P/BV*	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE*	5,9	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7	4,6	4,6	4,7	4,7	4,6
EV/EBITDA*	5,6	4,5	4,2	4,1	3,9	3,7	3,4	3,2	3,1	2,8	2,6
EV/EBIT*	8,0	6,1	5,9	6,0	6,0	5,6	5,2	4,9	4,7	4,4	4,0
EV/S*	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	51,8	59,6	66,6	72,5	77,6	82,2	86,6	90,6	93,9	97,0	99,8
EPS	6,6	9,6	9,4	8,7	8,3	8,3	8,4	8,4	8,1	8,3	8,4
CEPS	11,1	14,6	14,7	14,2	14,0	14,1	14,2	14,2	13,9	14,1	14,2
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%	24,9%	29,9%	36,9%	43,5%	48,4%	52,6%	57,2%	64,2%	67,7%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 65,5 PLN, ** do skonsolidowanego zysku netto

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

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

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

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
Akumuluj	72,3	Trzymaj	73,0	06.05.2016	65,5	46 240
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	2	22%
Akumuluj	3	33%
Trzymaj	2	22%
Redukuj	2	22%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę 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.

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 inwestycyjnej 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 6.05.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.05.2016 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 06.05.2016 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.