

PKN ORLEN

RAPORT ANALITYCZNY

Od czasu naszej majowej rekomendacji Akumuluj kurs PKN Orlen wypracował stopę zwrotu na poziomie 11% (łącznie z wypłaconą dywidendą DPS=2,0 PLN), ponad dwukrotnie lepszą niż osiągnięta przez WIG (+4%). Spółka opublikowała już wyniki za 3Q'16. Oczyszczona EBITDA LIFO była zdecydowanie słabsza r/r, jednocześnie jednak bliska oczekiwaniom rynku. Przy trudnym otoczeniu w rafinerii oraz niskim wykorzystaniu potencjału produkcyjnego w petrochemii (m.in. końcowy etap odbudowy instalacji w Litwinowie), na wyróżnienie na plus zasłużył głównie segment detaliczny, który odnotował rekordowy rezultat w historii. W perspektywie końcówki roku zwracamy uwagę na pozytywne skutki wprowadzonego w sierpniu pakietu paliwowego w Polsce, który może przynajmniej w średnim terminie ograniczyć działalność szarej strefy. Pierwsze sygnały są bardzo obiecujące. Warto odnotować także ostatnią poprawę marż rafineryjnych oraz spadek zapasów paliw w Europie. Utrzymanie się tych tendencji byłoby pozytywnym zaskoczeniem i mogłoby przełożyć się na podniesienie przez nas prognoz na 4Q'16 i 2017 rok. W 2016 roku każdy z kwartałów przyniósł pogorszenie oczyszczonej EBITDA LIFO w ujęciu r/r. W 2017 roku w kolejnych kwartałach baza wynikowa będzie coraz bardziej płaska. Utrzymujemy nasze zalecenie Akumuluj, cenę docelową podnosimy do 78,0 PLN (z 72,3 PLN wcześniej).

Do końca roku powinna zostać opublikowana strategia spółki. Obecna dotyczy lat 2014-2017 i uwzględnia mocno nieaktualne dane makroekonomiczne (ropa>100 USD/bbl) i założenie wynikowe (średnia EBITDA LIFO na poziomie 5,1 mld PLN). Od czasu zmiany rządu w 2015 roku, spółka jako jedna z niewielu z udziałem Skarbu Państwa, nie zaskakiwała inwestorów nierynkowymi działaniami. W bazowym scenariuszu nie oczekujemy rewolucji. W centrum zainteresowania inwestorów będzie głównie poziom i cel przyszłego CAPEX-u oraz polityka dywidendowa. Na wyjaśnienie być może czeka także, sygnalizowany wcześniej, wątek współpracy z Lotosem.

Wyniki 3Q'16 były zbliżone do oczekiwań. Oczyszczona EBITDA LIFO wyniosła 1,88 mld PLN (konsensusu 1,93 mld PLN), wobec 3,36 mld PLN rok temu. Raportowany wynik (2,22 mld PLN) był wsparty przez rozpoznanie kolejnej transzy (0,35 mld PLN) odszkodowania za awarię instalacji w Litwinowie (do ujęcia jest jeszcze prawdopodobnie ok. 1,2 mld PLN), która w październiku wróciła do produkcji. W perspektywie końcówki roku zwracamy uwagę na pozytywne skutki wprowadzonego w sierpniu pakietu paliwowego w Polsce, który może przynajmniej w średnim terminie ograniczyć działalność szarej strefy. Pierwsze sygnały są bardzo obiecujące (zdaniem Ministerstwa Finansów dwa miesiące po wprowadzeniu przepisów w życie popyt na paliwa z legalnych źródeł wzrósł o 14%). Warto odnotować także ostatnią poprawę marż rafineryjnych oraz spadek zapasów paliw w Europie. Obecnie crack na benzynie jest nawet lepszy r/r, a na dieslu porównywalny. Porównywalna r/r jest także obecnie już marża w petrochemii (wcześniej bardzo wysoka baza z 2015 roku).

Oczyszczona EBITDA LIFO za 2015 rok wyniosła ponad 10 mld PLN. Obecnie w 2016 roku spodziewamy się spadku do 7,4 mld PLN. W 2017 roku zakładamy wzrost do 7,6 mld PLN (konserwatywnie przyjmujemy wyraźniejszy spadek marży w pet-chemie vs bardzo dobre lata 2015-16, ale z drugiej strony pełną produkcję w Unipetrolu). W kolejnych latach przyjmujemy dość konserwatywne założenia zarówno w rafinerii jak i pet-chemie. Przyjęcie lepszych marż modelowych implikowałoby wyższą wycenę. Średnia EBITDA LIFO w latach 2018-25 skalkulowana jest na poziomie 7,2 mld PLN.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mld PLN]	106,8	88,3	79,9	102,0	106,4	108,5
EBITDA [mld PLN]	-2,7	6,2	8,6	8,3	7,4	7,1
EBITDA LIFO [mld PLN]	-0,1	7,7	8,6	7,6	7,2	7,1
EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]*	5,0	10,4	7,4	7,6	7,2	7,1
EBIT [mld PLN]	-4,7	4,3	6,5	6,1	5,0	4,7
Zysk netto [mld PLN]	-5,8	2,8	4,7	4,3	3,6	3,4
Dług netto [mld PLN]	6,7	6,8	5,7	3,1	0,9	-1,4
P/BV	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9
P/E	-	10,6	6,4	7,0	8,4	8,8
EV/EBITDA	-	5,9	4,2	4,0	4,2	4,1
EV/EBITDA LIFO	-	4,8	4,2	4,4	4,3	4,1
EV/EBITDA LIFO skoryg.	7,3	3,6	4,8	4,4	4,3	4,1
EV/EBIT	-	8,5	5,5	5,5	6,2	6,2

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

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 78,0 PLN

24 PAŹDZIERNIK 2016, 16:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	78,0
Wycena porównawcza [PLN]	84,7
Wycena końcowa [PLN]	78,0
Potencjał do wzrostu / spadku	10,7%
Koszt kapitału	10,0%

Cena rynkowa [PLN]	70,5
Kapitalizacja [mln PLN]	30 153
Ilość akcji [mln. szt.]	427,7

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	70,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	62,1

Stopa zwrotu za 3 mc	10,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	3,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	11,9%

Struktura akcjonariatu:

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

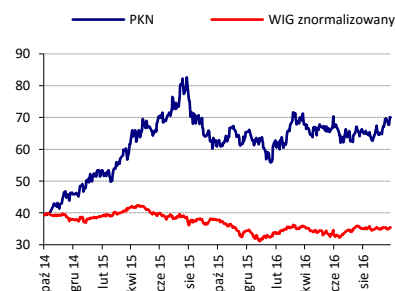
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA	8
WYNIKI ZA 3Q'16 ORAZ PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
AKTUALIZACJA STRATEGII	17
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 78,0 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 84,7 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 78,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	78,0
Wycena metodą porównawczą	0%	84,7
Wycena 1 akcji PKN Orlen [PLN]		78,0

Źródło: BDM S.A.

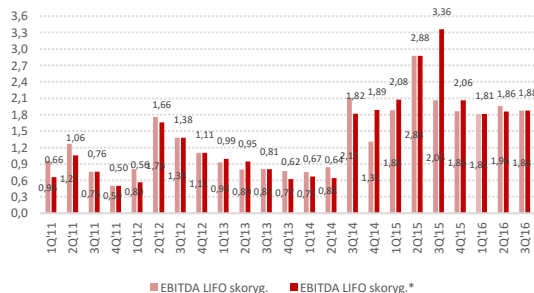
Kurs PKN vs skoryg. EBITDA LIFO* [4Q narastająco, mln PLN]



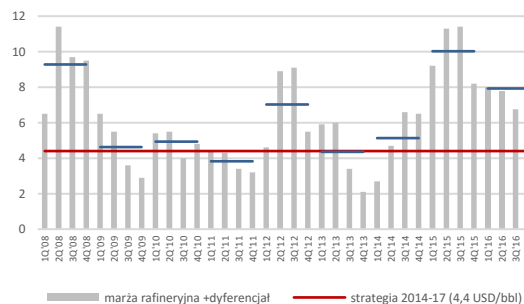
Kurs dość wcześnie dyskutował już ścieżkę pogorszenia wyników spółki w 2016 roku. Obecnie baza wynikowa będzie się coraz bardziej wypłaszczać (od 2Q'17 liczymy już na wzrost oczyszczonej EBITDA LIFO r/r), tworząc pole do pozytywnych zaskoczeń. W 4Q'16 do pracy powracają uszkodzone instalacje w Litvinowie (od 2H'15 ubytek po ok. 300-400 mln PLN EBITDA LIFO kwartalnie) a także w Kralupach. W krótkim terminie zwracamy uwagę na poprawę marż rafinerii oraz działania zmniejszające skalę działalności szarej strefy w Polsce, które mogą tworzyć pole do poprawy wyników szybciej niż ujmujemy to w prognozach.

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]

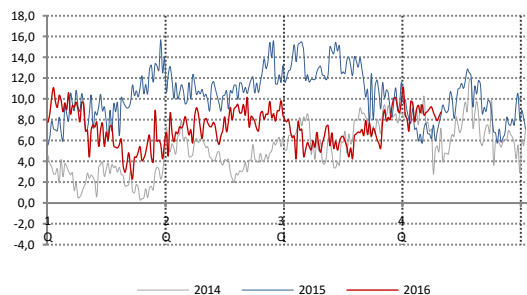


Modelowa marża rafinerijna + dyferencjał [USD/bbl]



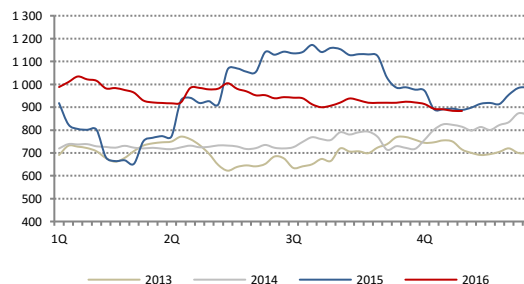
Źródło: BDM S.A., spółka, skoryg.=oczyszczona o saldo PPO/PKO, skoryg.* = oczyszczona także o inne czynniki

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 prawdopodobne wpływy z odszkodowania netto z tytułu utraconych korzyści z tytułu awarii instalacji do produkcji etylenu w Litvinowie. Na koniec 3Q'16 było to 1,6 mld PLN brutto. Kwota za odbudowę instalacji nie jest ujęta zarówno w odszkodowaniach jak i w CAPEX-ie (jest znettowana).
- 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 24 października 2016 roku. Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 33,4 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 78,0 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	44,5	55,5	57,5	58,9	60,1	61,2	62,4	62,8	62,8	62,8
Ural [usd/bbl]	109,6	110,3	107,6	97,3	50,6	42,0	53,7	56,5	57,9	59,1	60,2	61,4	61,8	61,8	61,8
Dyferencjał [usd/bbl]	1,7	1,3	1,0	1,7	1,9	2,5	1,8	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	4,6	4,6	4,7	4,8	4,8	4,7	4,6	4,6	4,6	4,5
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	705	686	730	781	963	943	791	745	718	720	720	720	720	720	720
USD/PLN (średni)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,90	3,96	3,93	3,86	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
USD/PLN (eop)	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	3,90	3,96	3,93	3,86	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
EUR/PLN (średni)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,35	4,40	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44
EUR/USD (średni)	1,39	1,28	1,33	1,33	1,11	1,11	1,11	1,13	1,15	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
Cena produktów raf. [USD/t]:															
Benzyna	985	1 037	987	915	570	457	548	568	582	592	600	610	612	612	610
ON	964	985	943	862	506	410	512	528	539	548	556	566	569	569	569
COO	610	631	592	528	257	206	263	276	285	292	299	307	310	310	310
Benzyna surowa	931	936	901	842	464	394	496	512	524	533	542	551	554	554	554
Marża na produktach [USD/t]**:															
Benzyna	144	189	163	165	173	119	127	132	136	137	137	138	137	137	135
ON	124	138	120	112	110	71	92	92	93	93	93	94	94	94	94
COO	-231	-217	-232	-222	-140	-133	-157	-160	-161	-162	-164	-165	-165	-165	-165
Cena produktów petchem. [EUR/t]:															
Etylen	988	1 037	1 010	915	925	842	785	793	744	748	755	764	766	766	766
Propylen	1 020	1 006	1 049	1 068	801	641	766	823	825	829	837	845	848	848	848
Benzen	837	1 015	996	980	640	610	705	712	714	718	726	734	737	737	737
PX	1 102	1 114	1 050	850	695	628	692	699	701	705	712	721	723	723	723
PCW	1 100	1 071	861	853	877	866	831	834	812	815	818	822	823	823	823
HDPE	1 362	1 419	1 417	1 369	1 451	1 436	1 277	1 209	1 161	1 166	1 173	1 181	1 184	1 184	1 184
PP	1 422	1 400	1 383	1 431	1 322	1 161	1 211	1 218	1 220	1 225	1 233	1 241	1 244	1 244	1 244

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]	79,9	102,0	106,4	108,5	109,0	112,9	115,6	117,4	118,9	120,3
EBIT [mld PLN]*	5,39	6,07	4,97	4,66	4,79	4,87	4,92	4,81	4,82	4,81
EBIT LIFO [mld PLN]*	5,41	5,39	4,77	4,65	4,72	4,74	4,80	4,81	4,83	4,81
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mld PLN]	1,02	1,15	0,94	0,88	0,91	0,93	0,94	0,91	0,92	0,91
NOPLAT [mld PLN]*	4,37	4,92	4,03	3,77	3,88	3,95	3,99	3,89	3,91	3,89
Amortyzacja [mld PLN]	2,09	2,24	2,38	2,44	2,47	2,47	2,47	2,47	2,48	2,48
CAPEX [mld PLN]	-4,65	-3,45	-2,70	-2,59	-2,59	-2,55	-2,57	-2,54	-2,49	-2,49
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]*	-0,41	0,61	-0,08	-0,05	-0,05	0,03	-0,11	-0,05	-0,04	-0,06
Odszkodowanie netto [mld PLN]**	0,28	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF [mld PLN]	1,69	5,33	3,63	3,58	3,71	3,90	3,78	3,78	3,86	3,82
DFCF [mld PLN]	1,66	4,80	2,99	2,69	2,54	2,43	2,15	1,95	1,81	1,63
Suma DFCF [mld PLN]	24,65									
Wartość rezydualna [mld PLN]	43,14	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	18,41									
Wartość firmy EV [mld PLN]	43,06									
Dług netto 2015 [mld PLN]	6,81									
Dywidenda 2016 [mld PLN]	0,86									
Udziały mniejszości [mld PLN]	2,02									
Wartość kapitału [mld PLN]	33,38									
Ilość akcji [mln szt.]	427,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	78,0									
Przychody zmiana r/r	-9,5%	27,6%	4,3%	2,0%	0,5%	3,5%	2,5%	1,6%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	24,1%	12,7%	-18,1%	-6,3%	2,7%	1,8%	1,1%	-2,4%	0,4%	-0,4%
FCF zmiana r/r	1,6%	215,9%	-31,8%	-1,6%	3,8%	5,0%	-2,9%	-0,1%	2,1%	-0,9%
Marża EBITDA	9,4%	8,2%	6,9%	6,5%	6,7%	6,5%	6,4%	6,2%	6,1%	6,1%
Marża EBIT	6,7%	6,0%	4,7%	4,3%	4,4%	4,3%	4,3%	4,1%	4,1%	4,0%
Marża NOPLAT	5,5%	4,8%	3,8%	3,5%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%
CAPEX / Przychody	5,8%	3,4%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
CAPEX / Amortyzacja	222,0%	153,6%	113,4%	106,0%	104,8%	103,0%	103,7%	102,7%	100,4%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	0,5%	-0,6%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4,8%	-2,8%	1,7%	2,5%	8,8%	-0,7%	4,0%	2,6%	2,6%	4,1%

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%	86,8%	89,4%	91,8%	93,9%	96,1%	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%	13,2%	10,6%	8,2%	6,1%	3,9%	1,7%	0,9%	0,0%	0,0%
WACC	9,1%	9,3%	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, wyniki oczyszczone o saldo pozostałej działalności operacyjnej, **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	83,7	88,7	95,0	102,9	113,2	127,3	147,6	179,7	237,3
	0,8	78,9	83,3	88,7	95,5	104,2	115,7	132,0	156,3	196,8
	0,9	74,6	78,5	83,2	89,0	96,3	106,0	119,1	138,0	167,8
	1,0	70,6	74,0	78,2	83,2	89,5	97,6	108,3	123,4	146,1
	1,1	67,0	70,0	73,6	78,0	83,4	90,3	99,2	111,5	129,1
	1,2	63,6	66,3	69,5	73,3	78,0	83,9	91,4	101,5	115,5
	1,3	60,5	62,9	65,7	69,1	73,2	78,2	84,6	93,0	104,4

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	82,7	87,6	93,6	101,3	111,3	124,8	144,2	174,5	227,9
	4%	72,2	75,8	80,1	85,4	92,1	100,8	112,4	128,9	154,1
	5%	63,6	66,3	69,5	73,3	78,0	83,9	91,4	101,5	115,5
	6%	56,5	58,6	61,0	63,8	67,2	71,4	76,5	83,1	91,8
	7%	50,5	52,2	54,0	56,2	58,7	61,7	65,3	69,9	75,6
	8%	45,4	46,7	48,2	49,8	51,7	54,0	56,7	59,9	63,9
	9%	41,0	42,1	43,2	44,5	46,0	47,7	49,7	52,1	54,9

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%	147,8	138,9	130,9	123,7	117,2	111,3	105,9	100,9	96,3
	4%	128,4	119,3	111,3	104,2	97,8	92,1	87,0	82,3	78,0
	5%	113,2	104,2	96,3	89,5	83,4	78,0	73,2	68,9	64,9
	6%	100,9	92,1	84,6	78,0	72,3	67,2	62,7	58,7	55,0
	7%	90,8	82,3	75,1	68,9	63,4	58,7	54,5	50,7	47,3
	8%	82,3	74,1	67,2	61,3	56,2	51,7	47,8	44,3	41,1
	9%	75,1	67,2	60,6	55,0	50,2	46,0	42,3	39,0	36,0

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 2016 roku przyjąłmy wagę 20%, dla pozostałych lat po 40%. Porównując wyniki PKN ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 36,2 mld PLN mln PLN, co odpowiada 84,7 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%.

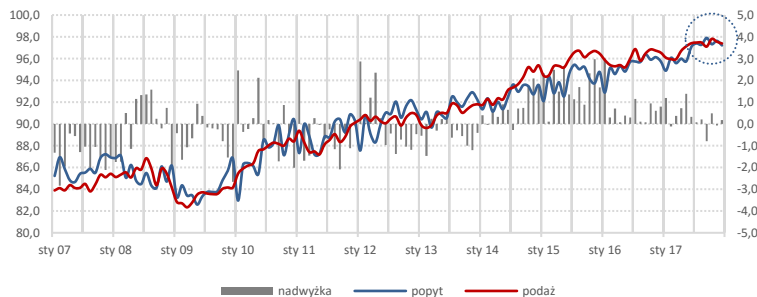
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Lotos	6,9	8,8	6,5	4,2	4,9	4,2
MOL	10,3	10,3	8,2	4,3	3,9	3,3
OMV	14,9	12,3	10,4	4,2	3,6	3,1
Tupras-Turkiye	9,9	8,1	8,0	8,1	6,7	6,4
Neste Oil	13,6	14,9	14,4	8,1	8,4	8,1
Mediana	10,3	10,3	8,2	4,3	4,9	4,2
PKN Orlen	6,4	7,0	8,4	4,2	4,0	4,2
Premia/dyskonto	-37,8%	-32,2%	2,8%	-2,6%	-18,3%	0,6%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	113,4	104,0	68,6	72,7	87,9	70,1
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		91,7			77,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	84,7					

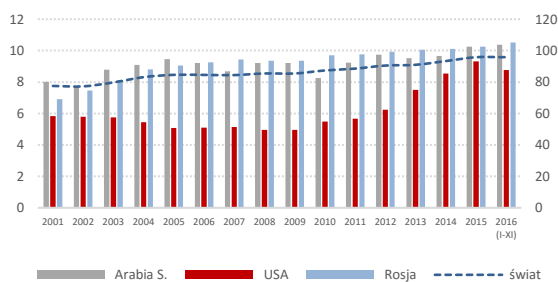
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Lotos – prognozy BDM; wyniki raportowane

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

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

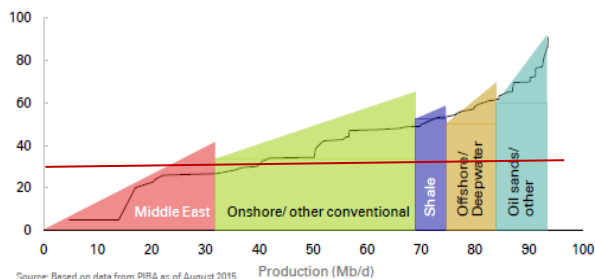


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]

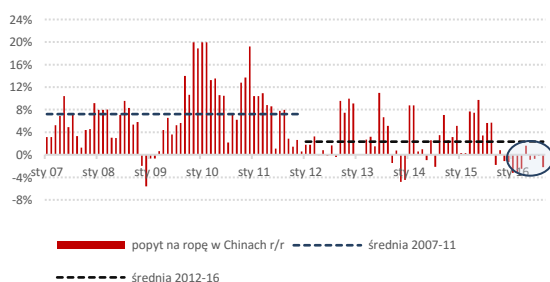


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, świat = skala prawa
Krzywa całkowitych kosztów produkcji ropy [USD/bbl]

\$/bbl, Brent equivalent



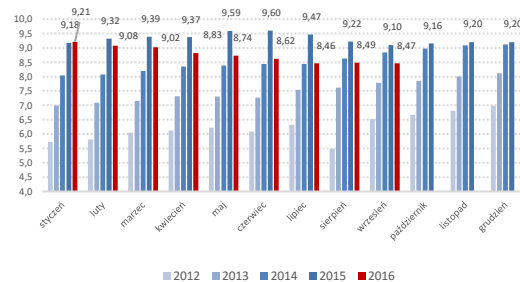
Źródło: BP: New Economics of Oil 13/10/2015
Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

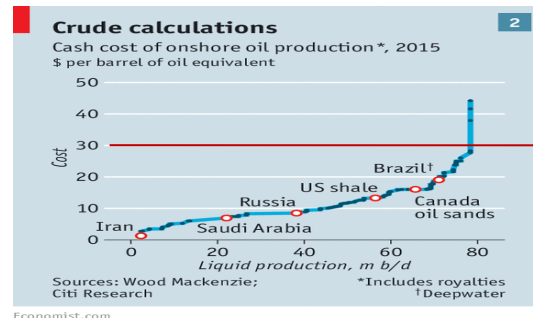
- Na początku 2016 roku cena ropy Brent spadła nawet poniżej 30 USD/bbl. Na przestrzeni kolejnych miesięcy rzeczywiste ograniczenie produkcji w USA oraz spekulacje o takich działaniach ze strony Rosji czy OPEC doprowadziły do wzrostu kursu powyżej 50 USD/bbl.
- Obecnie rynek jest mniej więcej zbilansowany pod względem popytu (systematyczny wzrost) i podaży (wspomniane wcześniej ograniczenie produkcji w USA, przy dalszych wzrostach w OPEC i Rosji).
- Pierwsze październikowe odczyt amerykańskiej produkcji ropy ze złóż niekonwencjonalnych wskazują na próby przełamania trendu spadkowego. Powoli zaczyna także rosnąć liczba aktywnych wiertni w USA.

Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



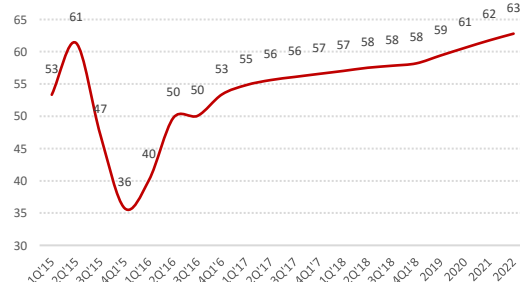
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Krzywa kosztów gotówkowych produkcji ropy [USD/bbl]



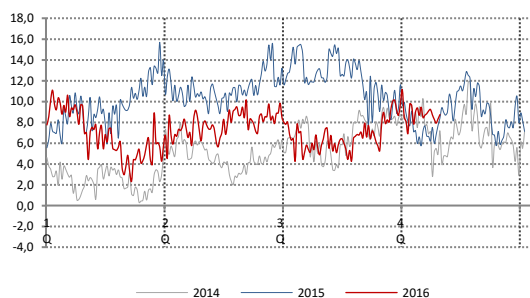
Źródło: The Economist: 23/01/2016, <http://www.economist.com/>

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

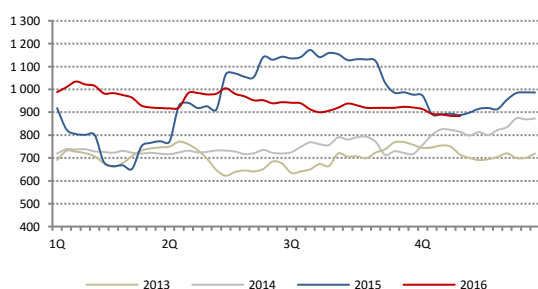


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

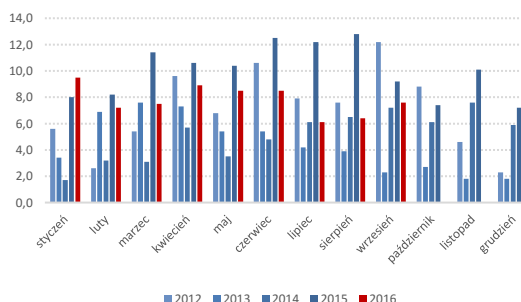


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, dane dzienne

Marża = 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] porównanie r/r

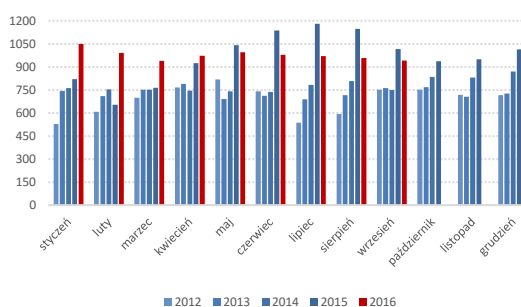
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, marża=44% HDPE + 7% LDPE + 35% PP Homo + 12% PP Copo - (75% nafta + 25% LS VGO)

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



Źródło: BDM S.A., spółka

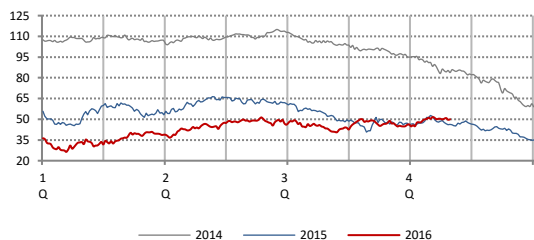
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] - porównanie r/r



Źródło: BDM S.A., spółka

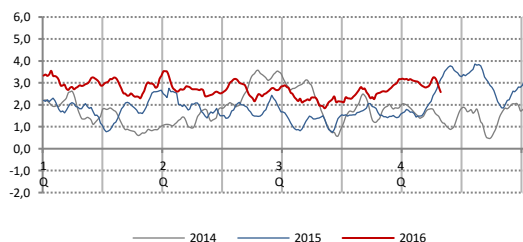
- W 3Q'16 marża rafineryjna PKN Orlen była dużo słabsza w ujęciu r/r i wyniosła (z dyferencjałem) 6,7 USD/bbl vs 11,4 USD/bbl rok wcześniej. Słabiej r/r wyglądały w zasadzie wszystkie główne grupy produktowe poza ciężkim olejem opałowym. Ubytek w małej części zamortyzowany został on przez korzystniejszy kurs USD/PLN.
- Na przełomie 3/4Q'16 sytuacja na marżach zaczęła lekko się poprawiać. W przypadku Orlenu marża modelowa jest obecnie wyższa r/r w październiku o ok. 0,5-1,0 USD/bbl. Zwracamy uwagę na spadek zapasów. Zarówno na benzynie, jak i na dieslu są one obecnie niższe r/r w portach ARA.
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) jest obecnie w okolicy 0 USD/bbl, korzystniej jeśli spojrzeć r/r. Na bardzo dobrych poziomach w okolicy 3 USD utrzymuje się kluczowy dla polskich spółek dyferencjał Brent – Ural (w czym pomaga pojawienie się podaży ciężkiej ropy z Bliskiego Wschodu oraz wyższe r/r przestoje w rosyjskich rafineriach).
- Ceny gazu na rynkach europejskich ostatnio wyraźnie odbiły, rynek może grać m.in. pod mroźniejszą niż ubiegłoroczną zimą, po dość chłodnym początku jesieni.
- Zwracamy uwagę na wzrost premii lądowych (marż hurtowych) na rynku polskim po wprowadzeniu pakietu paliwowego w sierpniu. Szczególnie dotyczy to diesla, który bardziej eksponowany jest na nielegalny handel (zakupy hurtowe dla transportu). Nasze kalkulacje premii lądowej na wykresach na kolejnej stronie mają charakter orientacyjny (cennik hurtowy netto ze strony PKN Orlen minus cena hurtowa w Europie), nie uwzględniają m.in. rabatów, ale historycznie dość dobrze oddawały trendy na rynku.
- O marży pet-chem piszemy w kolejnym akapicie.

Brent [USD/bbl] – r/r



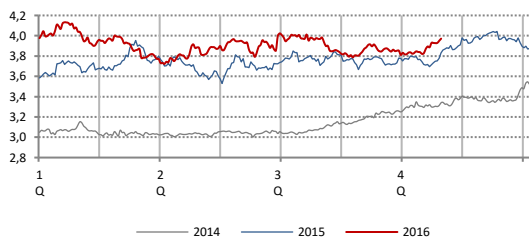
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



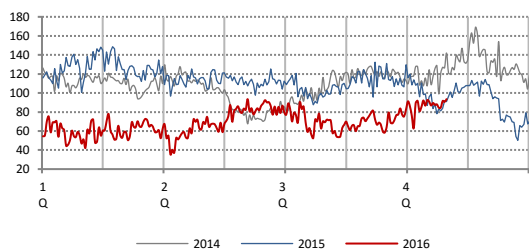
Źródło: BDM S.A., Neste Oil

USD/PLN



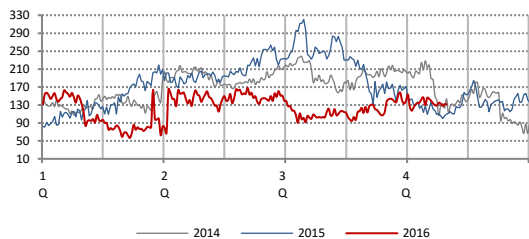
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Diesel marża [USD/t] r/r – spot



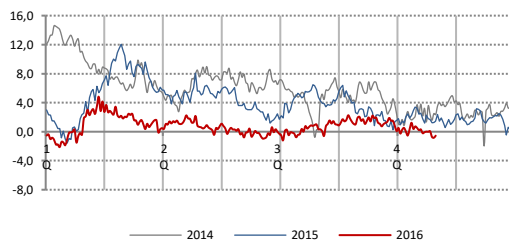
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna marża [USD/t] r/r – spot



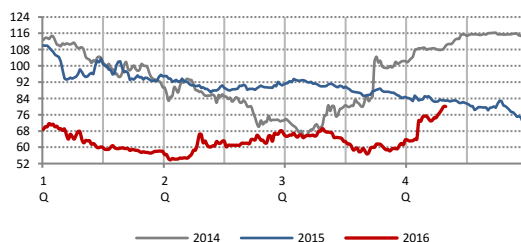
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r



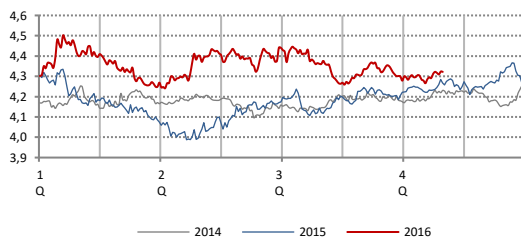
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]



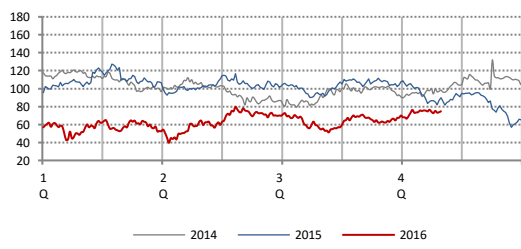
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



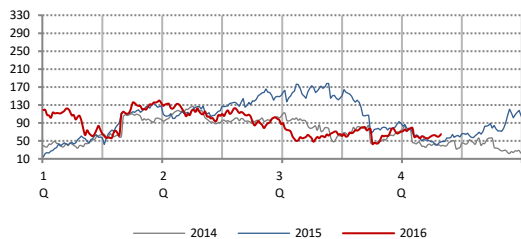
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Diesel marża [USD/t] r/r – futures 1M



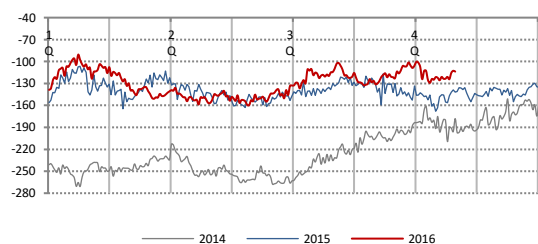
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

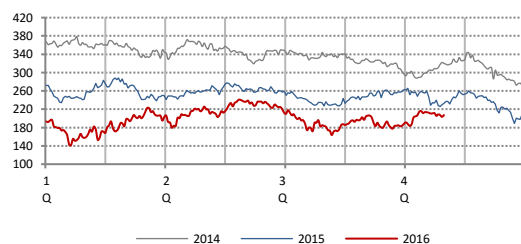


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

COO marża [USD/t] r/r – spot

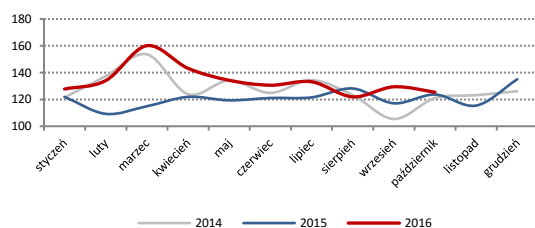


Spread ON - COO [USD/t] r/r



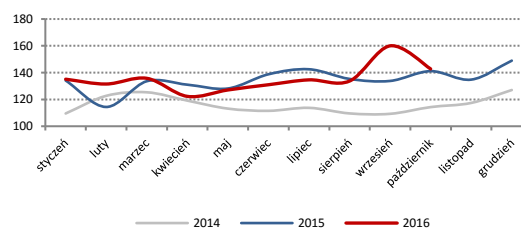
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna – premia łądowa w Polsce [USD/t]



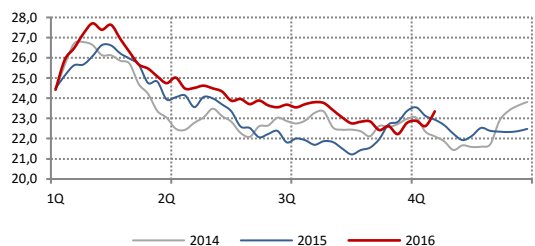
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ON – premia łądowa w Polsce [USD/t]



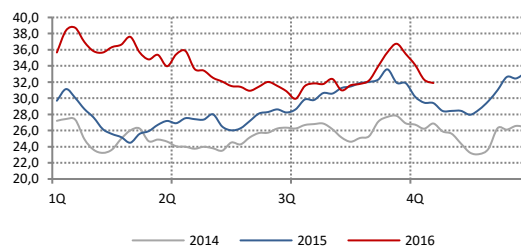
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]



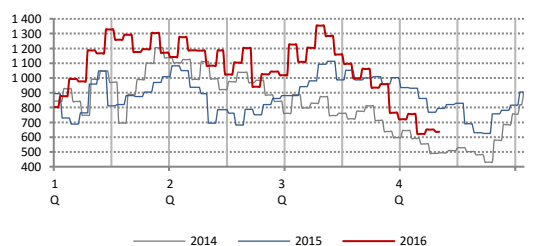
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

ON – zapasy/popyt USA [dni]



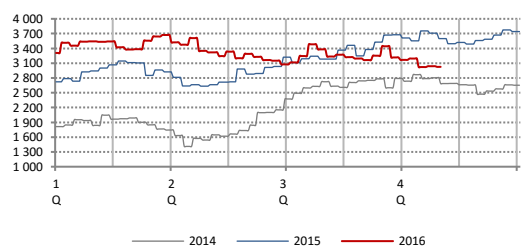
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy benzyny w portach ARA [tys t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy diesla w portach ARA [tys t]

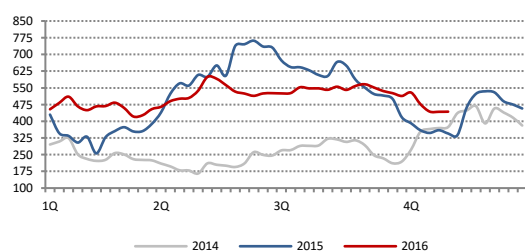


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

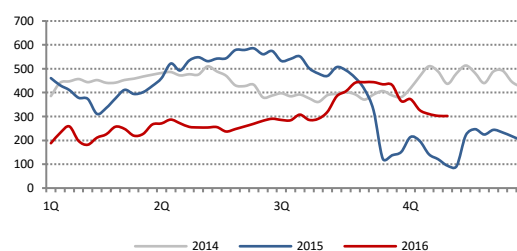
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- 3Q'16 przyniósł nadal dobre, ale już wyraźnie słabsze r/r, marże w segmencie petrochemicznym, 957 EUR/t vs rekordowe 1113 EUR/t w 3Q'15).
- Na początku 4Q'16 marża oscyluje w okolicach 900 EUR/t. Poziom jest zbliżony do października/listopada 2015.
- Marże wyglądają dość dobrze na etylenie, propylenie i benzenie. Nieco słabiej jest w dalszej części łańcucha produkcyjnego (polietylen, polipropylen, PTA czy PCW). Zaowocowałyby 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).

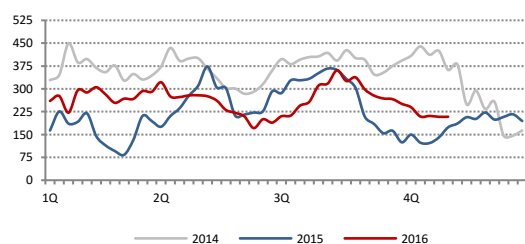
Marża etylen – nafta [EUR/t]



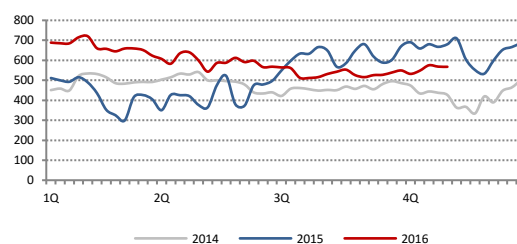
Marża propylen – nafta [EUR/t]



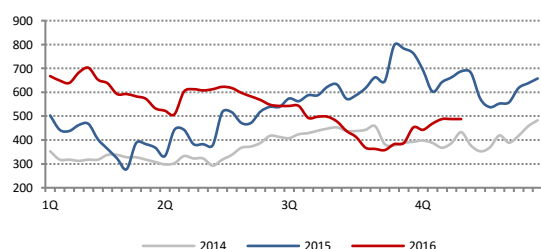
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Marża benzen – nafta [EUR/t]



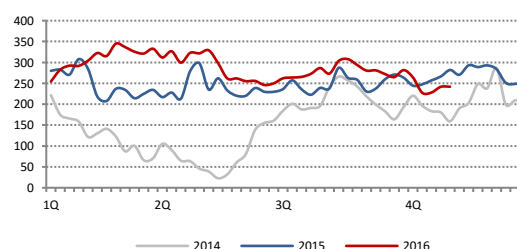
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Marża polietylen – etylen [EUR/t]



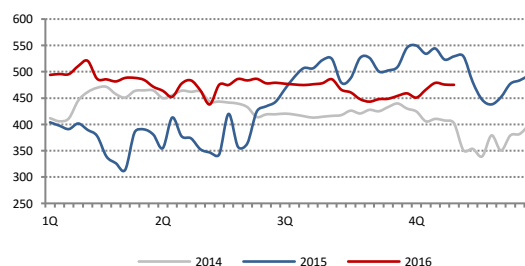
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Marża polipropylen – propylen [EUR/t]



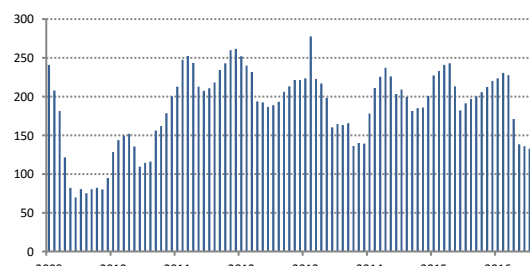
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Marża PTA – nafta [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Marża PCW – etylen* [EUR/t]



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



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

Źródło: BDM S.A., Azoty Tarnów, gaz=0,44 (od 2013 wg ceny TGE 1M)

WYNIKI ZA 3Q'16 ORAZ PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 3Q'2016

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'16P BDM	odchyl.	3Q'16P kons	odchyl.	zakres 3Q'16P	2015	2016P** BDM	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	23 468	21 083	-10,2%	20 712	1,8%	20 427	3,2%	20020 - 20854	88 336	79 940	-9,5%
EBITDA	1 625	2 311	42,2%	2 169	6,5%	2 089	10,6%	1854 - 2242	6 235	8 580	37,6%
EBITDA LIFO	1 959	2 224	13,5%	1 963	13,3%	1 933	15,1%	1749 - 2021	7 745	8 602	11,1%
EBITDA LIFO skoryg*	3 361	1 875	-44,2%	1 963	-4,5%	-	-		10 376	7 402	-28,7%
EBIT	1 156	1 774	53,5%	1 639	8,2%	1 553	14,2%	1334 - 1659	4 340	6 485	49,4%
EBIT LIFO	1 490	1 687	13,2%	1 433	17,7%	1 419	18,9%	1237 - 1511	5 850	6 507	11,2%
EBIT LIFO skoryg*	2 892	1 338	-53,7%	1 433	-6,6%	-	-		8 481	5 307	-37,4%
Zysk (strata) brutto	1 055	1 927	82,7%	1 905	1,2%	-	-		3 698	6 030	63,1%
Zysk (strata) netto	795	1 527	92,1%	1 475	3,5%	1 453	5,1%	1065 - 1905	2 837	4 697	65,5%
Marża EBITDA	6,9%	11,0%		10,5%		10,2%			7,1%	10,7%	
Marża EBITDA LIFO	8,3%	10,5%		9,5%		9,5%			8,8%	10,8%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	14,3%	8,9%		9,5%		-			11,7%	9,3%	
Marża EBIT	4,9%	8,4%		7,9%		7,6%			4,9%	8,1%	
Marża zysku netto	3,4%	7,2%		7,1%		7,1%			3,2%	5,9%	

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 uwzględniają rozpoznane jedynie do 3Q'16 transze odszkodowania za uszkodzoną instalację w Litvinowie (1,0 mld PLN)

Wyniki za 3Q'16

- Oprócz słabszego otoczenia makro, negatywny wpływ na wyniki w 3Q'16 miały trwające naprawy instalacji w Litvinowie i Kralupach (obydwie lokalizacje ruszają w pełnym zakresie w październiku) oraz większy r/r zakres standardowych przestojów remontowych.
- Na poziomie oczyszczonej z one-offów EBITDA LIFO wynik był minimalnie poniżej naszych założeń. Raportowana EBITDA LIFO została wsparta przez saldo pozostałej działalności operacyjnej (349 mln PLN), w tym rozpoznaniem kolejnej części odszkodowania za instalację awarii instalacji w Litvinowie na 348 mln PLN.
- W segmentach wyniki w miarę zgodne z oczekiwaniami, trochę poniżej oczekiwań oceniamy oczyszczony wynik w petrochemii (378 mln PLN). Rekordowy rezultat, ale zgodny z naszymi prognozami, pokazał detal, który wypracował aż 638 mln PLN oczyszczonej EBITDA, a więc 1/3 skonsolidowanego wyniku. Rafineria kontrybuowała na poziomie nieco poniżej 1,0 mld PLN. One też przede wszystkim odpowiada za spadek r/r wyników grupy (w 3Q'15 miała ponad 2,0 mld PLN EBITDA LIFO).
- Oczekiwana obecnie kwota odszkodowań za Litvinov to w sumie 2,2 mld PLN (0,6 mld PLN za uszkodzenia, 1,6 mld PLN utracone korzyści). Księgowo rozpoznano dotychczas blisko 1,0 mld PLN, gotówkowo spółka otrzymała 0,6 mld PLN (transza rozpoznana w wyniku 3Q'16, ma wpłynąć w 4Q'16)
- Na raportowany wynik netto w 3Q'16 dodatni wpływ miała wycena zapasów oraz różnice kursowe.
- Dług netto po 3Q'16 wynosił poniżej 5,0 mld PLN. Bardzo dobrze wyglądał cash flow operacyjny: +2,1 mld PLN, +6,8 mld PLN po 1-3Q'16. W 4Q'16 można jednak oczekiwać wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy ze względu na uruchomienie instalacji w Czechach i wyższe ceny ropopochodnych q/q.

Perspektywy na kolejne okresy

- Wyniki 4Q'16 prognozujemy naszym zdaniem dość konserwatywnie. Zakładamy, że marża rafineryjna z pierwszej połowy października nie utrzyma się w kolejnych tygodniach. Dostrzegamy tu szansę na podniesienie naszych szacunków w obszarze segmentu rafineryjnego dalszej części kwartału, jeżeli pozytywne tendencję będą miały trwały charakter.
- W 2016 roku marże produktowych są wyraźnie słabsze r/r, obecnie jednak baza zaczyna robić się coraz bardziej płaska, co będzie widoczne w 2017 roku.
- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom ok 63 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 7,4 mld PLN. W 2017 r W 2017 roku zakładamy wzrost do 7,6 mld PLN (konserwatywnie przyjmujemy wyraźniejszy spadek marży w pet-chemie vs bardzo dobre lata 2015-16, ale z drugiej strony pełną produkcję w Unipetrolu).
- W kolejnych latach przyjmujemy dość konserwatywne założenia zarówno w rafinerii jak i pet-chemie. Przyjęcie lepszych marż modelowych implikowałoby wyższą wycenę. Średnia EBITDA LIFO w latach 2018-25 skalkulowana jest na poziomie 7,2 mld PLN.

- Obecny konsensus Bloomberg na poziomie EBITDA'16 wynosi 7,67 mld PLN. Trudno nam powiedzieć, które dokładnie wyniki dodane są do konsensusu: EBITDA czy EBITDA LIFO i czy wyniki zawierają jakąś część odszkodowania – 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 było to 2,0 PLN.
- W wynikach raportowanych ujmujemy rozpoznanie jedynie dotychczasowych (do 3Q'16 jest to 1,0 mld PLN) pozostałych przychodów operacyjnych potencjalnym odszkodowaniu z tytułu awarii instalacji do produkcji etylenu w Litvinowie. Na bazie posiadanych polis ubezpieczeniowych oraz szacunków Unipetrol spodziewa się pokrycia przez ubezpieczycieli kosztów odbudowy instalacji (0,6 mld PLN) oraz utraconych korzyści, które w okresie do końca 3Q'16 szacowane były na około 1,6 mld PLN (w tym 0,38 mld PLN w 2015 roku), czyli w sumie 2,2 mld PLN.

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	45,6	45,9	52,6
Ural CIF Rotterdam	106,6	107,4	100,1	75,1	52,2	60,4	48,5	41,1	31,2	43,0	43,5	50,4
Dyferencjał Brent - Ural	1,4	2,2	1,8	1,5	1,7	1,5	1,5	2,7	2,7	2,6	2,4	2,3
Modelowa marża rafineryjna	1,3	2,5	4,8	5,0	7,5	9,8	9,9	5,5	5,3	5,2	4,4	3,5
Modelowa marża petrochem	756	741	782	844	746	1 035	1 113	959	998	963	922	889
USD/PLN średni	3,06	3,04	3,15	3,37	3,73	3,70	3,77	3,89	3,96	3,87	3,89	3,90
USD/PLN [eop]	3,03	3,05	3,30	3,51	3,81	3,76	3,78	3,90	3,76	3,98	3,86	3,90
Przerób ropy [tys t]	6 190	6 480	7 385	7 221	6 652	8 149	8 332	7 776	7 369	6 938	7 532	8 045
Przychody	24 119	28 651	29 160	24 902	20 005	24 776	23 468	20 087	16 213	19 355	21 083	23 289
Downstream	15 718	19 293	19 273	16 265	12 880	16 564	15 060	12 483	9 838	11 655	12 961	14 963
Detal	8 320	9 272	9 778	8 543	7 050	8 132	8 333	7 537	6 264	7 588	7 992	8 224
Upstream	55	68	91	84	52	61	49	53	92	97	115	87
Funkcje korporacyjne	26	18	18	10	23	19	26	14	19	15	15	14
Saldo PPO/PKO	201	-4 989	7	-377	19	-418	-102	-433	117	634	349	0
Inne zdarzenia jednorazowe	81	200	290	-581	-197	0	-1 300	-200	0	100	0	0
EBIT	254	-4 817	1 001	-1 149	1 210	2 163	1 156	-189	478	2 491	1 774	1 742
Amortyzacja	522	524	460	485	452	464	469	510	515	508	537	535
EBITDA	776	-4 293	1 461	-664	1 662	2 627	1 625	321	993	2 999	2 311	2 277
EBITDA LIFO	953	-4 146	2 117	929	1 899	2 458	1 959	1 429	1 930	2 590	2 224	1 858
EBITDA LIFO adj*	671	643	1 820	1 887	2 077	2 876	3 361	2 062	1 813	1 856	1 875	1 858
marża	2,8%	2,2%	6,2%	7,6%	10,4%	11,6%	14,3%	10,3%	11,2%	9,6%	8,9%	8,0%
Rafineria	-1	74	880	876	1 282	1 710	2 047	1 404	1 063	1 086	972	979
Petrochemia	556	339	585	695	663	1 002	908	452	638	470	378	584
Energetyka	-1	-1	0	-3	0	0	0	0	0	0	0	0
Detal	223	359	441	421	281	347	546	382	300	444	638	410
Upstream	29	26	51	43	14	13	9	5	27	42	60	60
Funkcje korporacyjne	-136	-160	-137	-158	-135	-158	-120	-185	-151	-164	-143	-175
Inne korekty	1	6	0	13	-28	-38	-29	4	-64	-22	-30	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]	42,7	44,5	4,2%	48,9	55,5	13,6%	51,4	57,5	11,9%
Marża rafineria z dyf. [USD/bbl]	7,7	7,1	-8,1%	6,3	6,5	2,8%	6,3	5,7	-8,9%
Marża pet-chem [EUR/t]	944	943	-0,1%	793	791	-0,3%	732	745	1,8%
USD/PLN	3,89	3,90	0,4%	3,89	3,96	1,7%	3,86	3,93	1,8%
Przychody	79 032	79 940	1,1%	91 328	101 986	11,7%	95 527	106 422	11,4%
EBITDA	7 819	8 580	9,7%	7 758	8 313	7,2%	7 412	7 353	-0,8%
EBITDA LIFO	7 875	8 602	9,2%	7 412	7 638	3,1%	7 177	7 151	-0,4%
EBITDA LIFO skoryg	7 758	7 402	-4,6%	7 412	7 638	3,1%	7 177	7 151	-0,4%
EBIT	5 699	6 485	13,8%	5 475	6 069	10,8%	5 032	4 973	-1,2%
Zysk brutto	5 303	6 030	13,7%	5 230	5 769	10,3%	4 847	4 799	-1,0%
Zysk netto	4 116	4 697	14,1%	4 011	4 337	8,1%	3 708	3 572	-3,7%
Marża EBITDA	9,9%	10,7%		8,5%	8,2%		7,8%	6,9%	
Marża EBIT	7,2%	8,1%		6,0%	6,0%		5,3%	4,7%	
Marża zysku netto	5,2%	5,9%		4,4%	4,3%		3,9%	3,4%	

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	79 860	79 940	0,1%	95 488	101 986	6,8%	103 990	106 422	2,3%
EBITDA LIFO skoryg.	-	7 402	-	-	7 638	-	-	7 151	-
EBITDA LIFO	-	8 602	-	-	7 638	-	-	7 151	-
EBITDA	7 684	8 580	11,7%	7 251	8 313	14,6%	6 770	7 353	8,6%
EBIT	5 721	6 485	13,4%	5 195	6 069	16,8%	4 609	4 973	7,9%
Zysk netto	3 953	4 697	18,8%	3 722	4 337	16,5%	3 339	3 572	7,0%
Dług netto	5 085	5 737	12,8%	3 709	3 097	-16,5%	2 015	870	-56,8%
Marża EBITDA	9,6%	10,7%		7,6%	8,2%		6,5%	6,9%	
Marża EBIT	7,2%	8,1%		5,4%	6,0%		4,4%	4,7%	
Marża zysku netto	4,9%	5,9%		3,9%	4,3%		3,2%	3,4%	

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
2016-10-21	7,37	6,30	-14,6%	6,51	3,4%
2016-10-21	7,31	6,80	-7,0%	6,98	2,6%
2016-10-21	7,24	7,08	-2,3%	-	-
2016-10-20	7,98	7,44	-6,7%	-	-
2016-10-20	7,56	-	-	-	-
2016-10-18	7,57	6,30	-16,9%	6,52	3,5%
2016-10-13	7,10	6,79	-4,3%	6,09	-10,3%
2016-10-07	8,00	7,38	-7,7%	-	-
2016-10-04	6,96	6,89	-1,1%	6,89	0,0%
2016-10-03	8,04	8,47	5,3%	6,78	-20,0%
2016-09-09	7,59	6,94	-8,5%	6,32	-8,9%
2016-09-04	8,52	7,01	-17,7%	8,01	14,3%
2016-09-02	7,83	9,00	15,0%	-	-
2016-08-11	7,96	7,54	-5,3%	6,03	-20,0%
2016-08-02	7,65	7,09	-7,3%	-	-
2016-07-29	8,27	7,74	-6,5%	6,76	-12,6%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Proгноza 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	29 884	32 185	32 185	32 185	31 466	32 185	32 195	32 200	32 219	32 219
Przychody	120 100	113 852	106 832	88 336	79 940	101 986	106 422	108 523	109 047	112 864	115 638	117 437	118 885	120 310
Downstream	81 844	77 303	70 549	56 987	49 417	66 788	69 527	70 433	69 633	71 902	73 039	73 357	73 379	73 332
Detal	38 140	36 461	35 913	31 052	30 068	34 634	36 267	37 463	38 786	40 326	41 956	43 433	44 857	46 329
Upstream	1	17	298	215	391	501	565	564	565	572	580	583	586	586
Funkcje korporacyjne	115	71	72	82	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63
EBIT	2 024	332	-4 711	4 340	6 485	6 069	4 973	4 660	4 787	4 871	4 923	4 807	4 824	4 807
EBIT LIFO	2 200	1 000	-2 138	5 850	6 507	5 394	4 771	4 646	4 724	4 743	4 802	4 811	4 829	4 811
Rafineria	927	-1 180	-6 128	2 579	2 756	3 719	2 756	2 598	2 697	2 753	2 782	2 640	2 652	2 627
Rafineria LIFO	1 082	-492	-3 711	4 092	3 568	3 078	2 563	2 585	2 638	2 631	2 668	2 645	2 656	2 631
Petrochemia	1 205	1 314	1 299	2 282	2 394	1 685	1 449	1 298	1 298	1 301	1 301	1 295	1 295	1 293
Petrochemia LIFO	1 226	1 294	1 455	2 305	2 422	1 652	1 439	1 297	1 294	1 295	1 295	1 295	1 295	1 293
Energetyka	0	0	-5	0	0	36	123	102	113	121	129	135	140	148
Detal	647	915	1 085	1 171	1 376	1 392	1 394	1 405	1 415	1 423	1 431	1 453	1 455	1 456
Upstream	-20	-38	-292	-981	-115	-31	-16	-9	-2	5	13	16	16	16
Funkcje korporacyjne	-735	-679	-671	-711	-745	-733	-733	-733	-733	-733	-733	-733	-733	-733
Amortyzacja	2 260	2 170	1 991	1 895	2 095	2 245	2 380	2 439	2 474	2 474	2 474	2 474	2 476	2 476
EBITDA	4 284	2 502	-2 720	6 235	8 580	8 313	7 353	7 098	7 261	7 345	7 397	7 281	7 301	7 283
EBITDA LIFO	4 459	3 086	-147	7 745	8 602	7 638	7 151	7 085	7 198	7 217	7 277	7 285	7 305	7 287
EBITDA LIFO adj*	4 709	3 369	5 021	10 376	7 402	7 638	7 151	7 085	7 198	7 217	7 277	7 285	7 305	7 287
Rafineria	2 388	719	1 829	6 443	4 100	3 780	3 279	3 315	3 392	3 386	3 423	3 399	3 410	3 386
Petrochemia	1 925	2 043	2 175	3 025	2 070	2 295	2 096	1 967	1 977	1 978	1 978	1 978	1 978	1 976
Energetyka	0	0	-5	0	0	74	235	252	263	271	279	285	290	298
Detal	1 035	1 278	1 444	1 556	1 792	1 789	1 792	1 804	1 814	1 823	1 831	1 853	1 855	1 856
Upstream	-19	-26	149	41	189	334	381	381	384	392	400	403	405	405
Funkcje korporacyjne	-620	-645	-591	-598	-633	-633	-633	-633	-633	-633	-633	-633	-633	-633
Inne	0	0	20	-91	-116	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	2 624	157	-6 246	3 698	6 030	5 769	4 799	4 608	4 756	4 856	4 955	4 878	4 927	4 936
Zysk netto**	2 345	176	-5 811	2 837	4 697	4 337	3 572	3 420	3 534	3 614	3 691	3 619	3 667	3 675
Dług netto	6 762	4 668	6 720	6 810	5 737	3 097	870	-1 397	-3 533	-5 617	-7 410	-9 120	-10 730	-12 110
Dług netto/EBITDA LIFO adj	1,4	1,4	1,3	0,7	0,8	0,4	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	-1,0	-1,3	-1,5	-1,7

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

**dla akcjonariuszy jedn. dominującej

AKTUALIZACJA STRATEGII

Obecnie obowiązująca strategia PKN Orlen kończy się w 2017 roku. Obecnie zarząd pracuje nad aktualizacją. Publikację zapowiedziano na koniec bieżącego roku.

Dla przypomnienia obecnie obowiązuje strategia przedstawiona w lipcu 2014 roku. Przyjmowano w niej cenę ropy Brent na poziomie 104 USD/bbl, marżę rafineryjną z dyferencjałem na poziomie 4,4 USD/bbl i marżę petrochemiczną 767 EUR/t. Miało to przełożyć się na średnioroczną EBITDA LIFO w okresie 2014-17 na poziomie 5,1 mld PLN, przy łącznym CAPEX-ie w kwocie 16,3 mld PLN. Zarząd zakładał regularną wypłatę i wzrost dywidendy (+ dążenie do poziomu 5% średniej kapitalizacji za rok obrotowy).

Poniżej przedstawiamy główne założenia ze strategii 2014-17 wraz z porównaniem wyników lat 2014-2016 (łącznie z prognozą na 4Q'16).

Główne założenia strategii na lata 2014-17

	2013	2014-17P Orlen	średnia 2014-16P*		2014	2015	2016P
EBITDA LIFO [mld PLN]*	3,1	5,1	7,6		5,0	10,4	7,4
Rafineria	0,5	1,6	4,1		1,8	6,4	4,1
Petrochemia	2,0	2,2	2,4		2,2	3,0	2,1
Energetyka	0,0	0,1	0,0		0,0	0,0	0,0
Detal	1,3	1,5	1,6		1,4	1,6	1,8
Upstream	0,0	0,4	0,1		0,1	0,0	0,2
CAPEX [mld PLN]	2,5	4,1	3,8		3,7	3,1	4,6
Brent [USD/bbl]	109,0	104,0	65,3		99,0	52,4	44,5
dyferencjał Brent/Ural [USD/bbl]	1,0	1,0	2,0		1,7	1,9	2,5
marża rafineryjna [USD/bbl]	3,4	3,4	5,4		3,4	8,2	4,6
marża petrochemiczna [EUR/t]	730,0	767,0	895,7		780,8	963,3	943,2
USD/PLN	3,2	3,1	3,6		3,2	3,8	3,9
EUR/PLN	4,2	4,1	4,2		4,2	4,2	4,4

Źródło: BDM S.A., spółka (dane wg prezentacji), * po korekcie o funkcje korporacyjne, wynik oczyszczony o one-offy

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	30,01	31,22	31,53	31,68	31,80	31,87	31,97	32,03	32,04	32,05
Wartości niematerialne i prawne	0,82	0,70	1,30	1,33	1,37	1,42	1,46	1,50	1,54	1,58	1,61	1,65	1,68
Rzeczowe aktywa trwałe	24,90	22,64	24,54	27,06	28,22	28,49	28,59	28,67	28,71	28,76	28,79	28,77	28,75
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	19,77	23,22	24,86	26,00	26,89	28,37	29,30	30,54	31,65	32,95
Zapasy	13,75	9,83	10,72	10,69	11,65	12,02	12,05	12,02	12,37	12,64	12,64	12,65	12,53
Należności krótkoterminowe	7,83	7,09	6,64	6,49	7,33	7,58	7,63	7,62	7,86	8,03	8,06	8,08	8,12
Inwestycje krótkoterminowe	2,85	4,80	3,32	2,59	4,24	5,26	6,32	7,25	8,14	8,63	9,84	10,92	12,30
-środki pieniężne i ekwiwalenty	2,69	3,94	2,35	2,42	4,07	5,09	6,15	7,09	7,97	8,46	9,67	10,75	12,13
Pozostałe aktywa obrotowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktywa razem	51,35	46,73	48,14	49,79	54,43	56,40	57,68	58,69	60,24	61,26	62,57	63,69	65,00
Kapitał (fundusz) własny	25,95	18,77	22,17	26,08	29,42	31,89	34,03	36,07	37,98	39,74	41,22	42,54	43,65
Udziały mniejszości	1,60	1,62	2,07	2,33	2,66	2,98	3,29	3,61	3,93	4,25	4,57	4,90	5,22
Zobowiązania i rezerwy na zob.	23,80	26,34	23,89	21,38	22,34	21,53	20,36	19,01	18,34	17,27	16,78	16,26	16,14
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	6,84	5,64	4,43	3,23	2,03	0,73	0,73	0,73	0,73
- w tym dług oprocentowany	6,51	9,67	8,13	7,13	6,14	4,94	3,73	2,52	1,32	0,02	0,02	0,02	0,02
Zobowiązania krótkoterminowe	15,01	13,26	12,79	11,28	13,23	13,62	13,66	13,51	14,04	14,28	13,78	13,26	13,14
- 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	49,79	54,43	56,40	57,68	58,69	60,24	61,26	62,57	63,69	65,00

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	79,94	101,99	106,42	108,52	109,05	112,86	115,64	117,44	118,89	120,31
Zysk (strata) na sprzedaży	0,41	0,39	5,02	5,39	6,07	4,97	4,66	4,79	4,87	4,92	4,81	4,82	4,81
EBITDA	2,42	-2,72	6,24	8,58	8,31	7,35	7,10	7,26	7,35	7,40	7,28	7,30	7,28
EBITDA LIFO	3,09	-0,15	7,75	8,60	7,64	7,15	7,09	7,20	7,22	7,28	7,29	7,30	7,29
EBIT	0,31	-4,71	4,34	6,49	6,07	4,97	4,66	4,79	4,87	4,92	4,81	4,82	4,81
EBIT LIFO	0,98	-2,14	5,85	6,51	5,39	4,77	4,65	4,72	4,74	4,80	4,81	4,83	4,81
Saldo działalności finansowej	-0,15	-1,54	-0,64	-0,46	-0,30	-0,17	-0,05	-0,03	-0,02	0,03	0,07	0,10	0,13
Zysk (strata) brutto	0,16	-6,25	3,70	6,03	5,77	4,80	4,61	4,76	4,86	4,95	4,88	4,93	4,94
Zyski (straty) mniejszości	-0,09	-0,02	0,40	0,26	0,34	0,32	0,31	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
Zysk (strata) netto	0,18	-5,81	2,84	4,70	4,34	3,57	3,42	3,53	3,61	3,69	3,62	3,67	3,67

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	6,72	7,22	6,16	6,20	6,25	6,32	6,21	6,28	6,30	6,26
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,44	-4,02	-4,10	-4,58	-3,40	-2,63	-2,50	-2,49	-2,44	-2,44	-2,41	-2,33	-2,31
Przepływy z działalności finansowej	-2,44	2,08	-2,87	-2,07	-2,18	-2,51	-2,64	-2,82	-3,00	-3,28	-2,66	-2,89	-2,57
Przepływy pieniężne netto	0,66	1,25	-1,61	0,07	1,65	1,02	1,06	0,93	0,88	0,49	1,21	1,08	1,38
Środki pieniężne na początek okresu	2,03	2,69	3,94	2,35	2,42	4,07	5,09	6,15	7,09	7,97	8,46	9,67	10,75
Środki pieniężne na koniec okresu	2,69	3,94	2,35	2,42	4,07	5,09	6,15	7,09	7,97	8,46	9,67	10,75	12,13

Wybrane dane finansowe [mld PLN] i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-17,3%	-9,5%	27,6%	4,3%	2,0%	0,5%	3,5%	2,5%	1,6%	1,2%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	-	37,6%	-3,1%	-11,6%	-3,5%	2,3%	1,2%	0,7%	-1,6%	0,3%	-0,2%
EBIT zmiana r/r	-	49,4%	-6,4%	-18,1%	-6,3%	2,7%	1,8%	1,1%	-2,4%	0,4%	-0,4%
Zysk netto zmiana r/r	-	65,5%	-7,7%	-17,6%	-4,3%	3,3%	2,3%	2,1%	-2,0%	1,4%	0,2%
Marża EBITDA	7,1%	10,7%	8,2%	6,9%	6,5%	6,7%	6,5%	6,4%	6,2%	6,1%	6,1%
Marża EBITDA LIFO	8,8%	10,8%	7,5%	6,7%	6,5%	6,6%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%
Marża EBIT	4,9%	8,1%	6,0%	4,7%	4,3%	4,4%	4,3%	4,3%	4,1%	4,1%	4,0%
Marża EBIT LIFO	6,6%	8,1%	5,3%	4,5%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%
Marża brutto	4,2%	7,5%	5,7%	4,5%	4,2%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%
Marża netto	3,2%	5,9%	4,3%	3,4%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%
ROE	12,8%	18,0%	14,7%	11,2%	10,0%	9,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	5,9%	9,4%	8,0%	6,3%	5,9%	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	9,2	8,2	7,2	6,0	4,8	3,6	2,4	1,0	0,5	0,0	0,0
D / (D+E)	19,0%	16,4%	13,2%	10,6%	8,2%	6,1%	3,9%	1,7%	0,9%	0,0%	0,0%
D / E	23,5%	19,6%	15,2%	11,8%	9,0%	6,4%	4,1%	1,7%	0,9%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-14,8%	-7,0%	-4,9%	-3,5%	-1,1%	-0,6%	-0,3%	0,6%	1,5%	2,1%	2,7%
Dług / kapitał własny	41,3%	31,3%	24,4%	18,7%	14,0%	9,8%	6,2%	2,6%	1,3%	0,1%	0,1%
Dług netto	6,8	5,7	3,1	0,9	-1,4	-3,5	-5,6	-7,4	-9,1	-10,7	-12,1
Dług netto / kapitał własny	30,7%	22,0%	10,5%	2,7%	-4,1%	-9,8%	-14,8%	-18,6%	-22,1%	-25,2%	-27,7%
Dług netto / EBITDA	1,1	0,7	0,4	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	-1,0	-1,3	-1,5	-1,7
Dług netto / EBIT	1,6	0,9	0,5	0,2	-0,3	-0,7	-1,2	-1,5	-1,9	-2,2	-2,5
EV	37,0	35,9	33,3	31,0	28,8	26,6	24,5	22,7	21,0	19,4	18,0
Dług / EV	24,8%	22,7%	21,6%	19,2%	16,5%	13,3%	9,6%	4,6%	2,6%	0,1%	0,1%
CAPEX / Przychody	3,5%	5,8%	3,4%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
CAPEX / Amortyzacja	162,5%	222,0%	153,6%	113,4%	106,0%	104,8%	103,0%	103,7%	102,7%	100,4%	100,4%
Amortyzacja / Przychody	2,1%	2,6%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	0,5%	0,1%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,1%	-4,6%	0,3%	6,3%	3,1%	20,8%	2,6%	8,4%	2,3%	2,3%	3,8%
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	0,3
P/E*	10,6	6,4	7,0	8,4	8,8	8,5	8,3	8,2	8,3	8,2	8,2
P/BV*	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/CE*	6,4	4,4	4,6	5,1	5,1	5,0	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9
EV/EBITDA*	5,9	4,2	4,0	4,2	4,1	3,7	3,3	3,1	2,9	2,7	2,5
EV/EBIT*	8,5	5,5	5,5	6,2	6,2	5,6	5,0	4,6	4,4	4,0	3,8
EV/S*	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
BVPS	51,8	61,0	68,8	74,6	79,6	84,3	88,8	92,9	96,4	99,5	102,0
EPS	6,6	11,0	10,1	8,4	8,0	8,3	8,4	8,6	8,5	8,6	8,6
CEPS	11,1	15,9	15,4	13,9	13,7	14,0	14,2	14,4	14,2	14,4	14,4
DPS	1,65	2,00	2,30	2,60	3,00	3,50	4,00	4,50	5,00	5,50	6,00
Payout ratio**	-	30,2%	20,9%	25,6%	35,9%	43,8%	48,4%	53,3%	57,9%	65,0%	70,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 70,5 PLN, ** do skonsolidowanego zysku netto

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	78,0	Akumuluj	72,3 (w tym DPS =2,0 PLN)	24.10.2016	16:00 CEST	70,5	48 473
Akumuluj	72,3 (w tym DPS =2,0 PLN)	Trzymaj	73,0	06.05.2016	65,5	65,5	46 240
Trzymaj	73,0	Kupuj	69,1	13.04.2016	71,9	71,9	47 888
Kupuj	69,1	Akumuluj	80,0	15.02.2016	57,0	57,0	44 469
Akumuluj	80,0	Trzymaj	70,0	10.07.2015	72,5	72,5	52 173
Trzymaj	70,0	Akumuluj	40,8	21.05.2015	73,0	73,0	56 900
Akumuluj	40,8	Trzymaj	39,8	05.08.2014	37,0	37,0	51 090
Trzymaj	39,8	Trzymaj	41,1	31.03.2014	42,1	42,1	51 832
Trzymaj	41,1	Redukuj	45,2	13.09.2013	43,1	43,1	49 349
Redukuj	45,2	-	-	4.02.2013	50,7	50,7	47 076

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	1	17%
Akumuluj	4	67%
Trzymaj	1	17%
Redukuj	0	0%

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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia 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 24.10.2016 roku, 16:00 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.10.2016 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 restrykcji 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 24.10.2016 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.