

PKN ORLEN

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 98,0 PLN

10 LIPIEC 2019, 08:20 CEST

Kurs PKN Orlen przekroczył na początku lipca cenę docelową z naszej ostatniej rekomendacji. Uważamy, że ostatnia poprawa otoczenia makro w sektorze rafineryjnym powinna stanowić czynnik wspierający kurs w najbliższym czasie. Zwracamy uwagę m.in. na powrót „standardowego” dyferencjału Ural/Brent po zwiększeniu dostępności rosyjskiej ropy, poprawę marż paliwowych po pożarze rafinerii PES w USA (największa na Wschodnim Wybrzeżu), relatywnie wysokie marże w petrochemii oraz nadal dobre paliwowe premie lądowe w Polsce. Uważamy, że ostatnie tygodnie dają przesłanki do podniesienia naszych oczekiwań wynikowych na 2Q'19 i 3Q'19. Nie widać nadal na razie wyższych cracków na dieslu na 2020 rok na rynku terminowym, jednak dostrzegamy tu potencjalne pole do pozytywnego zaskoczenia (temat wpływu regulacji IMO na marże w 2020 był szczególnie nośny w 2018 roku, ostatnio jednak przycichł). Uważamy, że nadal sporo negatywnych czynników może być zdyskontowana przez inwestorów (utrzymująca się przewaga rekomendacji „sell”/„hold” nad „buy”). Utrzymujemy nasze zalecenie Akumuluj. Cenę docelową podwyższamy do poziomu 98,0 PLN (poprzednio 94,9 PLN).

W 1Q'19 PKN Orlen pokazał porównywalną r/r oczyszczoną EBITDA LIFO na poziomie ok. 1,8 mld PLN (w czym nieco pomógł efekt MSSF 16). Okres 2Q'19 przyniósł niższą r/r marż rafineryjną, jednak jej wpływ na wyniki powinien być amortyzowany przez korzystniejszy kurs USD/PLN, wyższy przerób oraz lepsze spotowe premie lądowe. Wsparcie w segmencie detalicznym nadal powinien stanowić dobry popyt a w petrochemicznym brak poważniejszych przestojów oraz odbicie marży (efekt spadku cen ropy). Zwracamy uwagę, że baza wynikowa z 2Q'18 nie jest zbyt wymagająca. Mimo perturbacji w 2Q'19 związanych z dostawami surowca (m.in. wzrost kosztów ze względu na dostawy z morza), spodziewamy się, że EBITDA LIFO wykaże wyraźny wzrost r/r. Dodatkowo spółka może w przyszłości otrzymać rekompensaty związane z zakłóceniami dostaw rurociągiem Przyjaźń (aczkolwiek mając na uwadze historię sporów np. PGNiG ze stroną rosyjską, nie bierzemy na razie pod uwagę tego czynnika w wycenie).

W całym 2019 zakładamy skorygowaną EBITDA LIFO na poziomie 9,0 mld PLN (vs 8,3 mld PLN w 2018), natomiast w przyszłym roku poprawę do 9,1 mld PLN. Podnieśliśmy nasze oczekiwania wynikowe związane z 2Q'19 i 3Q'19 w związku z ostatnią poprawą otoczenia makro dla rafinerii. Natomiast minimalnie ściśleliśmy prognozę na 2020 rok ze względu na podniesienie się terminowej krzywej cenowej ropy. Przypominamy, że jeszcze pół roku temu spółka celowała w aktualizacji strategii w średnio 10,3 mld PLN EBITDA LIFO w latach 2019-20. Dla realizacji takiego scenariusza potrzebna byłaby jednak zdecydowana poprawa makro w rafinerii (1H'19 jest generalnie słabsze niż założenie przyjmowane przez spółkę).

W naszych średnioterminowych prognozach ostrożnie podchodzimy do potencjalnych efektów wprowadzenie regulacji IMO 2020. Temat był bardzo medialny w 2018 roku, podbijając oczekiwania w kwestii kształtowania się m.in. marż na średnich destylatach. Kontrakty terminowe nie wskazują jednak na razie na ich skokowy wzrost w przyszłym roku (zauważalne są natomiast niższe ceny terminowe ciężkich produktów).

Spółka złożyła na początku lipca wniosek do KE w sprawie przejęcia Lotosu. Ostatnie wypowiedzi prezesa Orlenu stawiają jednak w naszej opinii większe niż wcześniej znaki zapytania w kwestii pozytywnego zamknięcia transakcji. PKN Orlen złożył wniosek, aby wyjść z fazy prenotyfikacji, ale KE oczekuje głębszych analiz i dalszych rozmów. Tak jak w poprzedniej rekomendacji nie uwzględniamy na razie transakcji w prognozach (przejęcie 66% akcji kosztowałoby przy obecnym kursie Lotosu ok. 10,4 mld PLN).

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mld PLN]	79,6	95,4	109,7	112,5	109,2	108,3
EBITDA [mld PLN]	9,6	11,1	9,8	8,3	8,8	9,0
EBITDA LIFO [mld PLN]	9,6	10,3	8,9	9,0	9,1	9,2
EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]*	8,0	9,5	8,3	9,0	9,1	9,2
EBIT [mld PLN]	7,5	8,7	7,1	4,9	5,1	5,2
Zysk netto [mld PLN]	5,3	6,7	5,5	3,7	3,9	4,0
Dług (gotówka) netto [mld PLN]	3,5	0,9	5,6	6,5	7,8	7,9
P/BV	1,5	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
P/E	7,6	6,0	7,3	10,7	10,3	10,0
EV/EBITDA	4,5	3,7	4,7	5,6	5,4	5,3
EV/EBITDA LIFO	4,5	4,0	5,1	5,2	5,3	5,2
EV/EBITDA LIFO skoryg.	5,4	4,3	5,5	5,2	5,3	5,2
EV/EBIT	5,8	4,7	6,4	9,5	9,3	9,2

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

Wycena DCF [PLN]	98,0
Wycena porównawcza [PLN]	77,1
Wycena końcowa [PLN]	98,0
Potencjał do wzrostu / spadku	5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	93,3
Kapitalizacja [mln PLN]	39 905
Ilość akcji [mln. szt.]	427,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	113,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	87,2
Stopa zwrotu za 3 mc	-6,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-14,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	-4,6%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	27,5%
ING OFE	7,6%
Aviva OFE	5,8%
Pozostali	59,0%

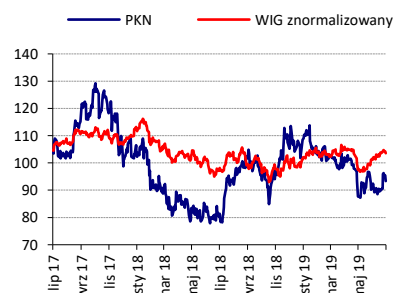
Krzysztof Pado

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 HISTORYCZNE I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
STRATEGIA ORAZ CZYNNIKI MOGĄCE WPŁYNAĆ NA WYCENĘ W PRZYSZŁOŚCI.....	17
DANE FINANSOWE	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

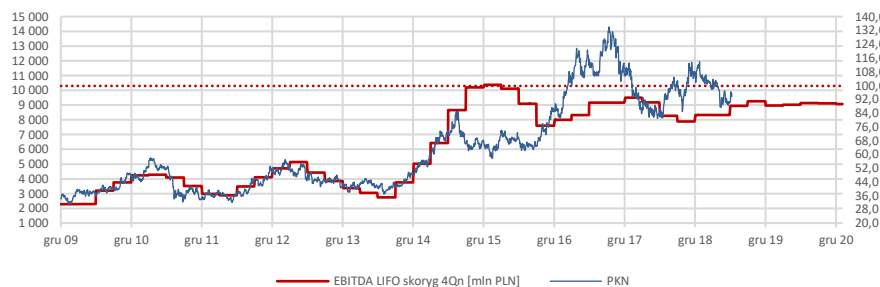
Wycena spółki PKN Orlen opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 0% dla wyceny porównawczej (przyjmujemy taki poziom ze względu na ograniczoną porównywalność między PKN Orlen a innymi spółkami: m.in. różnie rozłożony ciężar działalności pomiędzy downstream/upstream/petrochemię). Wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 98,0 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 77,1 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 98,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	98,0
Wycena metodą porównawczą	0%	77,1
Wycena 1 akcji PKN Orlen [PLN]		98,0

Źródło: BDM S.A.

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

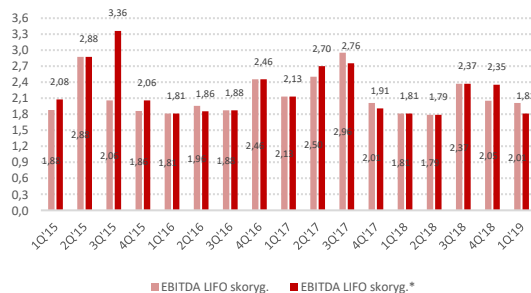


Po 1Q'19 narastająca za 4Q oczyszczona EBITDA LIFO wynosi 8,3 mld PLN. W ostatnich cyklicznych szczytach przekraczała 10,0 mld PLN (przełom 2015/16 oraz 3Q'17). Zakładamy, że po kolejnych kwartałach bieżąca wartość będzie rosła (poza wysokim 4Q'18 w segmencie detalicznym baza nie jest wymagająca).

Przypominamy, że jeszcze pół roku temu spółka celowała w aktualizacji strategii w średnio 10,3 mld PLN w latach 2019-20. Dla realizacji takiego scenariusza potrzebna byłaby jednak zdecydowana poprawa makro w rafinerii (PKN zakłada m.in. poprawę marż na dieselu i rozszerzenie dyferencjału po wejściu w życie regulacji zaostreżających normy dla paliw morskich).

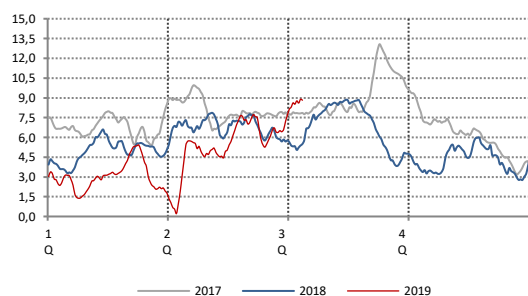
Źródło: BDM S.A. (prognoza od 2Q'19), spółka, *skoryg. o wszystkie możliwe czynniki (m.in. saldo PPO/PKO, wyniki na transakcjach dotyczących sprzedaży/odkupu zapasów ropy lub rozpoznaniu wyniku na „taniach” warstwach ropy – dane szacunkowe)

Kwartalna EBITDA LIFO [mln PLN]



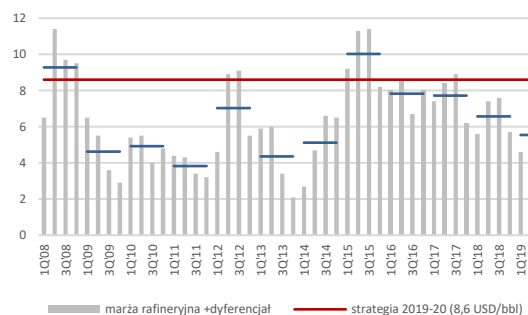
Źródło: BDM S.A., spółka, skoryg.=oczyszczona o saldo PPO/PKO, skoryg.* = oczyszczona także o inne czynniki

Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl, średnia 5 dni]



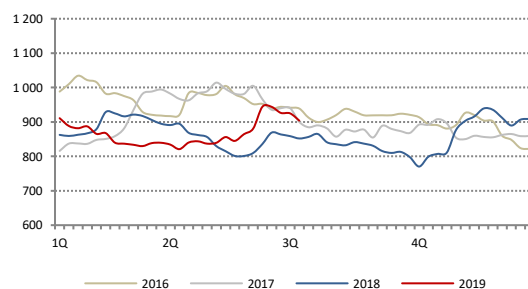
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, dane dzienne
Marża= 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent

Modelowa marża rafineryjna + dyferencjał [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., spółka, 2Q'19 = kwi+maj

Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]



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

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- Założenie dotyczące przychodów i marż poszczególnych segmentów przedstawiono w osobnych tabelach.
- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward. Długoterminowy dyferencjał Brent – Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl.
- Prognozę cen produktów a tym samym marż przerobowych sporządzono na bazie własnego modelu opartego na cenach ropy oraz notowaniach kursów terminowych. 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). Ważnym czynnikiem na przełomie 2019/20 roku może okazać się wprowadzenie regulacji IMO dotyczących zawartości siarki w paliwach używanych w transporcie morskim.
- W 2018 roku spółka ogłosiła program rozwoju petrochemii, który ma wygenerować dodatkowe 1,5 mld PLN EBITDA od 2024 roku przy 8,3 mld PLN CAPEX. W naszym modelu efekty nowych inwestycji w segmencie petrochemicznym ujęte są od 2025 roku z 80% prawdopodobieństwem wyniku (nasze ostrożniejsze podejście wynika z: i) na dziś nie znamy parametrów instalacji, ii) ostatnie kilka projektów spółki notowało istotne przesunięcia w harmonogramach zakończenia prac.
- CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji. Wycena nie uwzględnia akwizycji (np. Lotos) lub dezinwestycji.
- Wycena zakłada utrzymanie bieżących przepisów dotyczących zapasów obowiązkowych (od końca 2017 roku obowiązkowe jest utrzymywanie zapasów na poziomie 53 dni produkcji paliw za poprzedni rok kalendarzowy + 10% rezerwy).
- 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 10 lipca 2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 41,9 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 98,0 PLN.

Prognoza podstawowych danych w ujęciu rocznym

Podstawowe dane:	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Brent [usd/bbl]	99,0	52,4	43,7	54,2	71,3	64,7	61,7	60,4	60,0	60,1	60,5	60,7	61,0	61,1	61,1
Ural [usd/bbl]	97,3	50,6	41,2	52,8	69,8	63,8	60,7	59,4	59,0	59,1	59,5	59,7	60,0	60,1	60,1
Dyferencjał [usd/bbl]	1,7	1,9	2,5	1,4	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]*	3,4	8,2	5,4	6,4	5,1	5,0	4,9	4,8	4,7	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	781	963	961	934	887	856	805	805	805	805	805	805	805	805	805
USD/PLN (średni)	3,15	3,77	3,94	3,78	3,61	3,80	3,74	3,65	3,57	3,53	3,53	3,53	3,53	3,53	3,53
USD/PLN (eop)	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,79	3,74	3,65	3,57	3,53	3,53	3,53	3,53	3,53	3,53
EUR/PLN (średni)	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,28	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30
EUR/USD (średni)	1,33	1,11	1,11	1,13	1,18	1,13	1,15	1,18	1,21	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22
Cena produktów raf. [USD/t]:															
Benzyna	915	570	456	553	658	596	583	569	565	566	569	571	573	574	574
ON	862	507	404	498	642	596	583	569	562	565	568	570	572	573	573
COO	528	257	208	300	395	357	300	301	304	311	314	316	318	318	318
Benzyna surowa	842	464	383	482	604	519	512	499	496	497	500	502	504	505	505
Marża na produktach [USD/t]**:															
Benzyna	165	173	122	142	120	106	116	112	111	111	111	112	112	112	112
ON	112	110	70	87	103	106	116	112	108	110	111	111	111	111	111
COO	-222	-140	-125	-111	-144	-132	-167	-156	-150	-144	-144	-144	-144	-144	-144
Cena produktów petchem. [EUR/t]:															
Etylen	915	925	838	988	979	916	900	879	866	863	865	867	869	869	869
Propylen	1 068	801	628	843	1 004	909	911	890	877	874	876	878	879	880	880
Benzen	980	640	610	768	704	629	666	644	632	628	631	633	634	635	635
PX	850	695	628	679	834	779	753	732	720	716	718	720	722	722	722
PCW	853	877	870	947	965	947	928	918	913	911	912	913	914	914	914
HDPE	1 369	1 451	1 421	1 374	1 362	1 336	1 310	1 289	1 276	1 273	1 275	1 277	1 278	1 279	1 279
PP	1 431	1 322	1 157	1 304	1 409	1 328	1 282	1 261	1 248	1 245	1 247	1 249	1 251	1 251	1 251

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

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mld PLN]	112,5	109,2	108,3	107,5	108,4	113,7	117,1	118,7	120,3	120,6
EBIT [mld PLN]*	4,89	5,14	5,21	5,61	6,00	6,19	6,51	6,41	6,33	6,37
EBIT LIFO [mld PLN]*	5,51	5,42	5,49	5,78	6,05	6,15	6,48	6,39	6,33	6,37
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mld PLN]	0,93	0,98	0,99	1,07	1,15	1,18	1,24	1,22	1,21	1,22
NOPLAT [mld PLN]*	3,95	4,16	4,22	4,54	4,86	5,01	5,27	5,19	5,13	5,16
Amortyzacja [mld PLN]	3,45	3,65	3,75	3,77	3,80	3,81	4,65	4,67	4,69	4,71
CAPEX [mld PLN]	-4,96	-7,75	-6,68	-6,74	-6,28	-4,02	-4,48	-4,56	-4,68	-4,73
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]*	1,00	0,05	0,05	-0,02	-0,02	-0,18	-0,01	-0,08	-0,05	-0,03
Inwestycje kapitałowe netto [mld PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF [mld PLN]	3,45	0,12	1,34	1,55	2,35	4,62	5,43	5,21	5,09	5,10
DFCF [mld PLN]	3,32	0,10	1,10	1,17	1,65	2,98	3,22	2,85	2,55	2,34
Suma DFCF [mld PLN]	21,29									
Wartość rezydualna [mld PLN]	64,34	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	29,58									
Wartość firmy EV [mld PLN]	50,86									
Dług netto 2018 [mld PLN]**	8,92									
Udziały mniejszości [mld PLN]	0,01									
Wartość kapitału [mld PLN]	41,94									
Ilość akcji [mln szt.]	427,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	98,0									

Przychody zmiana r/r	2,5%	-3,0%	-0,8%	-0,7%	0,8%	4,9%	3,0%	1,4%	1,3%	0,2%
EBIT zmiana r/r	-31,2%	5,3%	1,2%	7,7%	7,0%	3,0%	5,2%	-1,4%	-1,3%	0,6%
FCF zmiana r/r	69,8%	-96,6%	1038,2%	15,7%	52,0%	96,5%	17,5%	-3,9%	-2,5%	0,2%
Marża EBITDA	7,4%	8,1%	8,3%	8,7%	9,0%	8,8%	9,5%	9,3%	9,2%	9,2%
Marża EBIT	4,3%	4,7%	4,8%	5,2%	5,5%	5,4%	5,6%	5,4%	5,3%	5,3%
Marża NOPLAT	3,5%	3,8%	3,9%	4,2%	4,5%	4,4%	4,5%	4,4%	4,3%	4,3%
CAPEX / Przychody	4,4%	7,1%	6,2%	6,3%	5,8%	3,5%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%
CAPEX / Amortyzacja	143,5%	212,1%	178,2%	178,8%	165,5%	105,5%	96,4%	97,7%	99,8%	100,5%
Zmiana KO* / Przychody	-0,9%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO* / Zmiana przychodów	-	1,5%	6,1%	-3,2%	2,6%	3,3%	0,2%	5,1%	3,3%	12,6%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	81,2%	82,4%	83,8%	85,1%	86,7%	89,4%	92,6%	95,7%	98,4%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	18,8%	17,6%	16,2%	14,9%	13,3%	10,6%	7,4%	4,3%	1,6%	0,0%
WACC	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: BDM S.A.,

*NOPLAT obliczony na podstawie EBIT, kapitał obrotowy oczyszczony z wyceny zapasów (wycena zapasów ujęta jest w wyniku EBIT), EBIT LIFO podany dla celów porównawczych, wyniki oczyszczone o saldo pozostałej działalności operacyjnej. ** dług netto powiększony o zobowiązania ujawnione z tyt. MSSF16

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	89,4	96,0	104,2	114,6	128,2	146,8	173,6	215,7	291,4
	0,8	83,5	89,3	96,4	105,3	116,7	132,0	153,3	185,3	238,6
	0,9	78,1	83,2	89,4	97,1	106,8	119,4	136,7	161,7	200,9
	1,0	73,2	77,7	83,1	89,8	98,0	108,7	122,9	142,8	172,7
	1,1	68,7	72,7	77,5	83,2	90,4	99,4	111,3	127,4	150,7
	1,2	64,5	68,1	72,3	77,4	83,6	91,3	101,3	114,5	133,1
	1,3	60,7	63,9	67,7	72,1	77,5	84,2	92,6	103,7	118,7

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%	95,9	103,5	113,1	125,3	141,7	164,6	198,9	256,1	370,6
	4%	83,5	89,3	96,4	105,3	116,7	132,0	153,3	185,3	238,6
	5%	73,2	77,7	83,1	89,8	98,0	108,7	122,9	142,8	172,7
	6%	64,5	68,1	72,3	77,4	83,6	91,3	101,3	114,5	133,1
	7%	57,2	60,1	63,4	67,3	72,1	77,8	85,1	94,4	106,8
	8%	50,9	53,2	55,9	59,0	62,7	67,1	72,5	79,3	87,9
	9%	45,4	47,3	49,5	52,0	54,9	58,3	62,5	67,5	73,8

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%	172,6	161,2	150,9	141,7	133,4	125,8	118,9	112,6	106,8
	4%	147,7	136,0	125,8	116,7	108,6	101,4	94,9	89,0	83,6
	5%	128,2	116,7	106,8	98,0	90,4	83,6	77,5	72,1	67,1
	6%	112,6	101,4	91,8	83,6	76,4	70,0	64,4	59,4	54,9
	7%	99,7	89,0	79,9	72,1	65,3	59,4	54,2	49,6	45,5
	8%	89,0	78,7	70,0	62,7	56,4	50,8	46,0	41,8	38,0
	9%	79,9	70,0	61,8	54,9	49,0	43,8	39,3	35,4	31,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2019-2021 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 33,0 mld PLN mln PLN, co odpowiada 77,1 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%. Najbardziej porównywalny Tupras jest handlowany na 2019 rok przy wskaźniku EV/EBITDA=6,0x, a więc na poziomie zbliżonym do Orlenu.

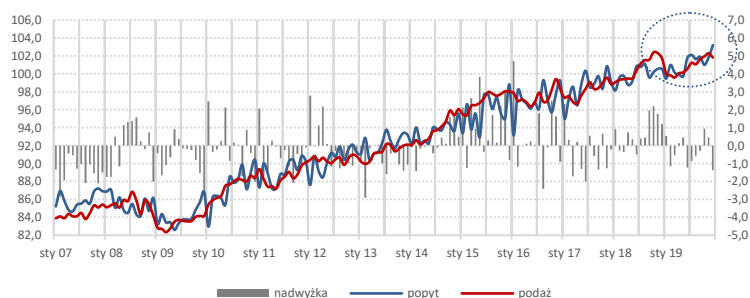
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Lotos	12,9	9,3	13,0	6,3	4,4	4,2
MOL	9,5	7,7	7,9	4,1	3,7	3,6
OMV	8,4	7,3	6,8	3,2	2,7	2,3
Tupras-Turkiye	8,6	5,0	4,6	6,0	4,2	4,0
Neste Oil	16,9	15,5	14,6	10,8	10,1	9,5
Mediana	9,5	7,7	7,9	6,0	4,2	4,0
PKN Orlen	10,7	10,3	10,0	5,6	5,4	5,3
Premia/dyskonto	12,7%	32,6%	26,3%	-8,0%	29,9%	33,0%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	82,8	70,4	73,8	102,7	67,6	65,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		75,7			78,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	77,1					

Źródło: BDM S.A. (PKN, Lotos), Bloomberg (pozostałe spółki)

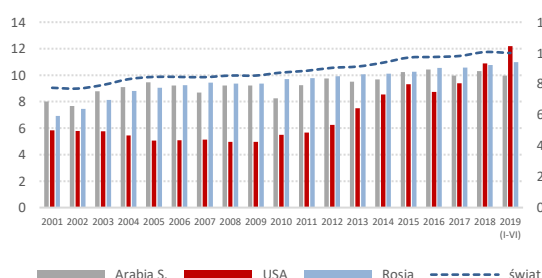
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

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



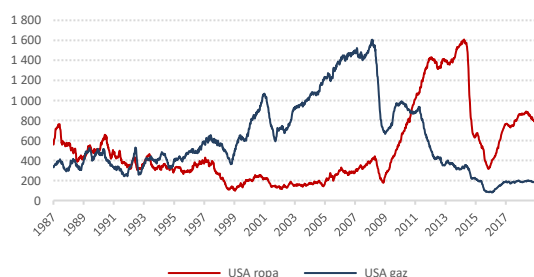
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



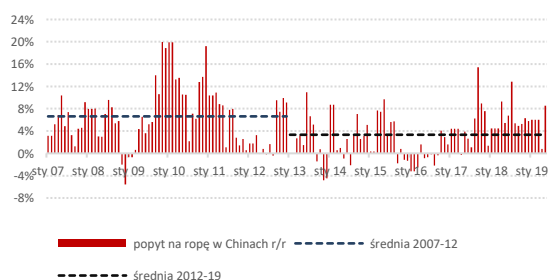
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, świat = skala prawa

Liczba aktywnych wiertni w USA



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

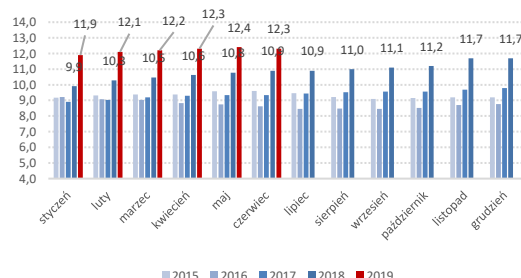
Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

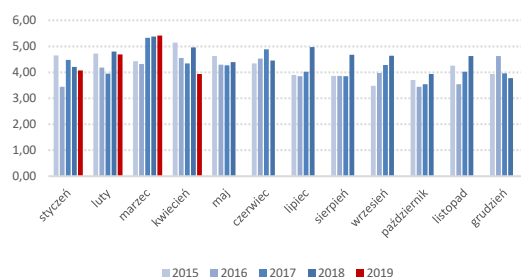
- Ceny ropy w 2019 roku podlegają dużym wahaniom. Na początku stycznia cena baryłki Brent startowała z okolic 55 USD, by pod koniec kwietnia wynosić już 75 USD. Tymczasem w czerwcu i lipcu obserwujemy ceny w okolicy 60-65 USD.
- Z jednej strony mamy wzrost ryzyk politycznych (Iran) oraz ograniczenia produkcji przez OPEC (w maju najniższa produkcja od 2014 roku). Z drugiej rekordową produkcję w USA oraz spowolnienie światowej gospodarki.
- Obecnie na rynku coraz mocniej przeważają obawy o popyt. EIA obniżyła ostatnio prognozy cen Brent na 2019 rok do średnio 67 USD/bbl (taki sam poziom zakładany jest na 2020 rok – według prognoz nowa podaż ma przewyższać wzrost popytu).

Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



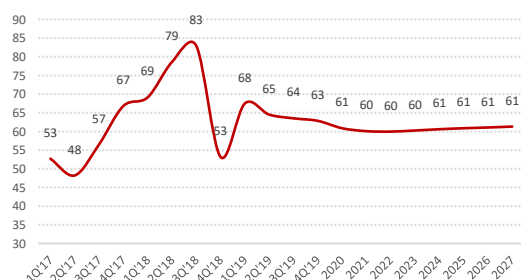
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Eksport diesla z Rosji [mln t]



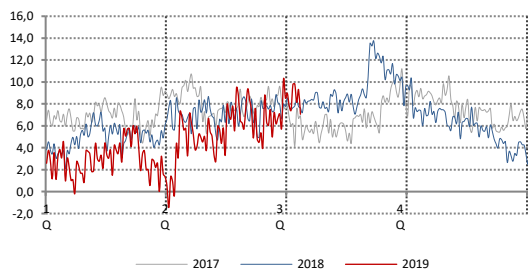
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

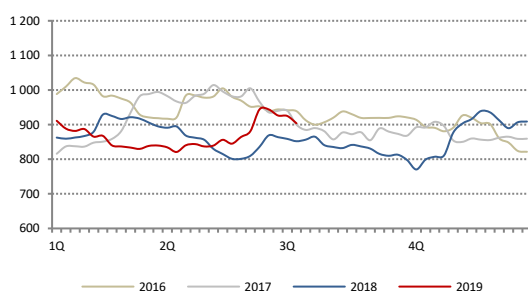
Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl] – porównanie r/r



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

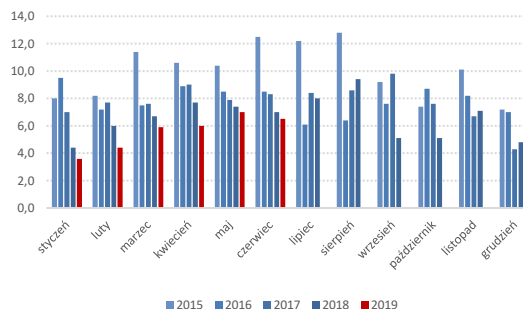
Marża = 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent

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



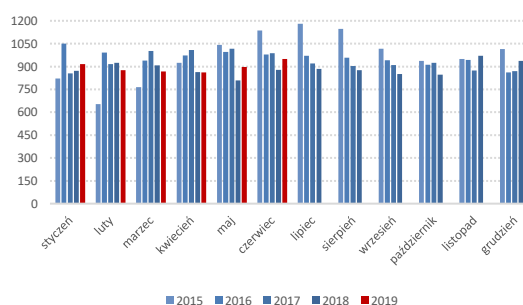
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, marża=44% HDPE + 7% LDPE + 35% PP Homo + 12% PP Copo - (75% nafta + 25% LS VGO)

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



Źródło: BDM S.A., spółka

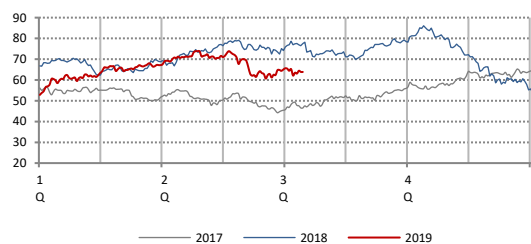
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] - porównanie r/r



Źródło: BDM S.A., spółka

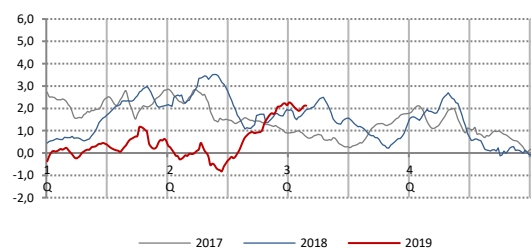
- W 2Q'19 rafineryjna marża modelowa (z dyferencjałem) była słabsza w ujęciu r/r (6,5 USD/bbl vs przed rokiem 7,4 USD/bbl), ale lepsza niż w 1Q'19 (wynosiła wtedy 4,6 USD/bbl). Bezpośredni efekt dla wyników był w części kompensowany przez korzystniejszy kurs USD/PLN. Po przeliczeniu na PLN marża wyniosła 24,8 PLN/bbl (vs 26,3 PLN/bbl rok temu).
- Zwracamy przy tym uwagę, że bardzo dobrze w 2Q'19 wyglądały spotowe premie łądowe, które są w Polsce wyższe zarówno r/r, jak i q/q.
- Początek lipca przynosi wzrost marży względem czerwca. Zwracamy uwagę m.in. na powrót „standardowego” dyferencjału Ural/Brent po zwiększeniu dostępności rosyjskiej ropy (stopniowe odblokowanie rurociągu Przyjaźń) oraz poprawę, mimo relatywnie dużych zapasów w Europie. marż paliwowych po pożarze rafinerii PES w Filadelfii (największa na Wschodnim Wybrzeżu o mocach 335 tys bbl/d, rafineria już wcześniej miała problemy finansowe).
- W 3Q'18 rafineryjna marża modelowa wynosiła 7,5 USD/bbl, a średni kurs USD/PLN wynosił 3,70.
- Wsparcie w segmencie detalicznym nadal powinien stanowić dobry popyt. Według naszych szacunków w Polsce po słabszym przełomie 1/2Q'19 (efekt wzrostu cen ropy) marże w czerwcu znów wróciły do wysokich poziomów, początek lipca przynosi nieznaczną korektę.
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) jest obecnie w okolicy 6 USD/bbl, co oznacza wyższe poziomy r/r, ale niższe q/q.
- Ceny gazu na rynkach europejskich po spadku pod koniec czerwca nawet <10 EUR/MWh, obecnie nieco odbiły ale nadal są na poziomach zdecydowanie niższych r/r (średnia za 3Q'18 to blisko 25 EUR/MWh). Niskie ceny gazu przekładają się m.in. na niskie koszty produkcji energii we własnych EC. O marży pet-chem piszemy w kolejnym akapicie.

Brent [USD/bbl] – r/r

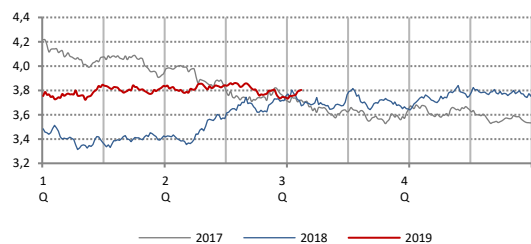


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

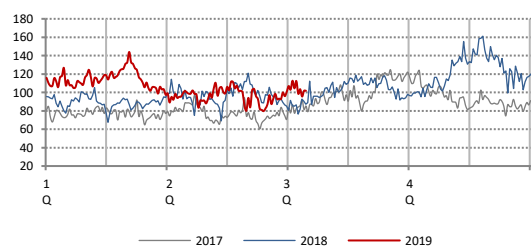


Źródło: BDM S.A., Neste Oil
USD/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Diesel marża [USD/t] r/r – spot



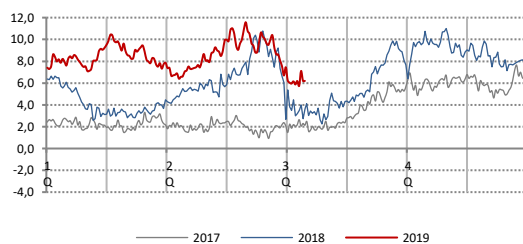
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna marża [USD/t] r/r – spot



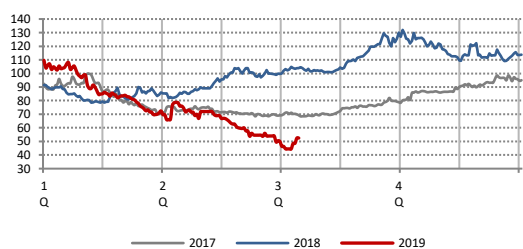
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r

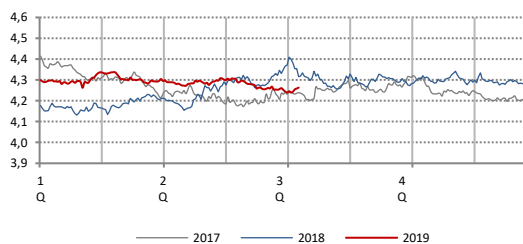


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]

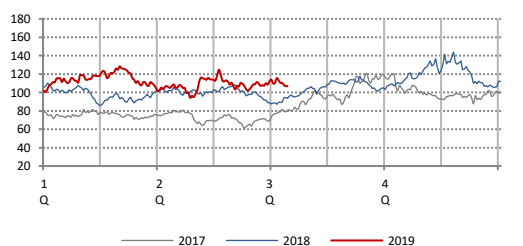


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/PLN



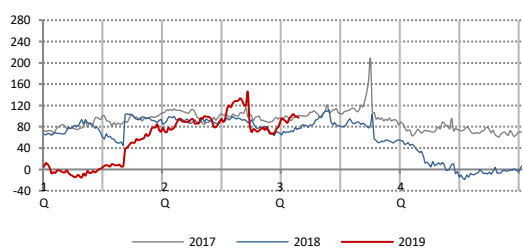
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Diesel marża [USD/t] r/r – futures 1M



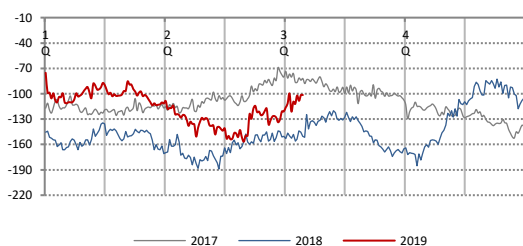
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



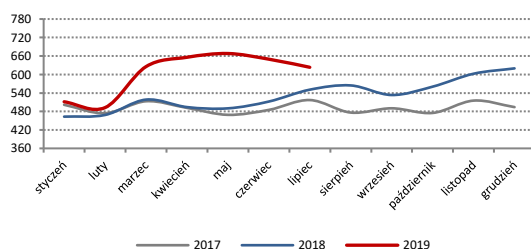
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

COO marża [USD/t] r/r – spot



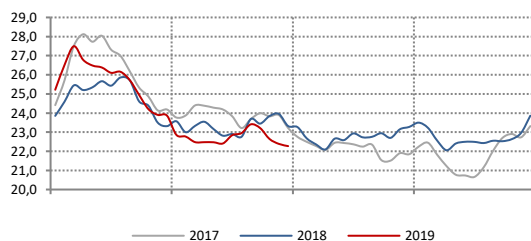
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



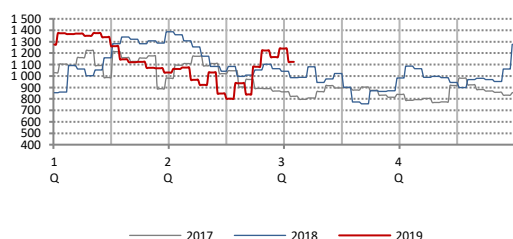
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]



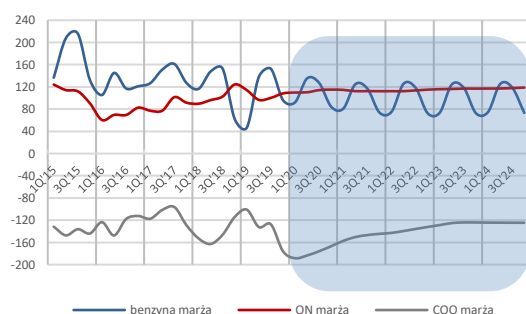
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy benzyny w portach ARA [tys t]



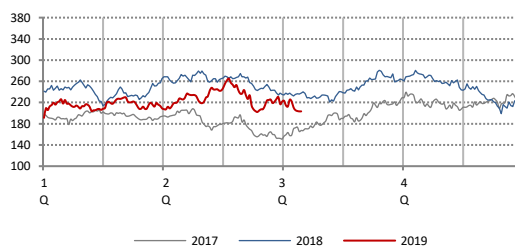
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marże terminowe na benzynę, diesla, oraz ciężki olej opałowy [USD/t, NWE]



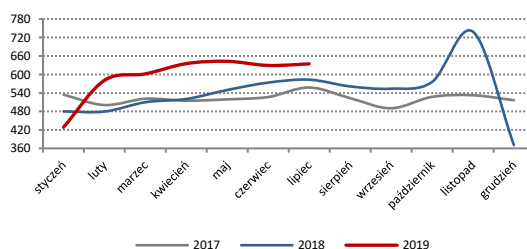
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, marże liczone do ceny ropy Brent

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



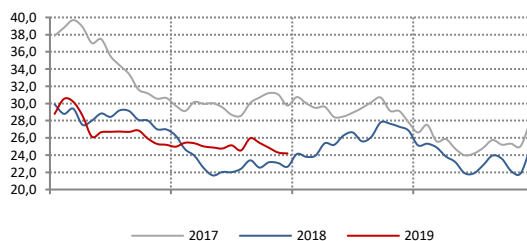
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



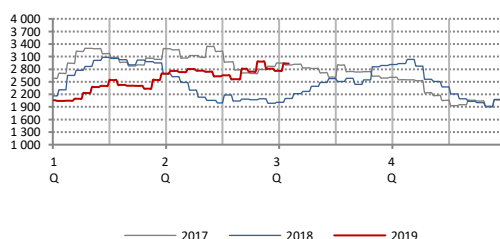
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

ON – zapasy/popyt USA [dni]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy diesla w portach ARA [tys t]

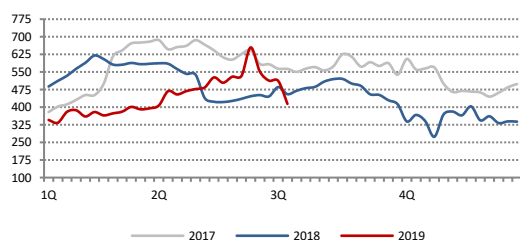


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- Od początku 2020 roku w życie wejdą regulacje Międzynarodowej Organizacji Morskiej (IMO) dotyczące obniżenia maksymalnej zawartości siarki w paliwach morskich (z 3,5% do 0,5%) – przepisy znane są szerzej jako IMO 2020. Popyt na paliwa morskie to ok. 3,6 mln bbl/d.
- W naszych średnioterminowych prognozach ostrożnie podchodzimy do potencjalnych efektów wprowadzenia regulacji. Temat był bardzo medialny w 2018 roku, pobijając oczekiwania w kwestii kształtowania się marż na średnich destylatach (potencjalny wzrost popytu w związku z wymogiem obniżenia zawartości siarki w paliwach morskich). Kontrakty terminowe nie wskazują jednak na razie na ich skokowy wzrost w przyszłym roku. Zgodnie z oczekiwaniami zauważalne są natomiast niższe ceny terminowe ciężkich, wysokozasilanych produktów (przy czym w dłuższym terminie może spaść ich dostępność, tym samym powodując powrót do wyższych marż).
- Teoretycznie rozszerzyć się powinien także dyferencjał Brent/Ural, ze względu na relatywnie niższy popyt na zasilaczoną ropę rosyjską, oferującą mniej marżowy split uzysków produktów końcowych.
- Znakiem zapytania pozostaje nadal m.in. sama egzekucja przepisów przez poszczególne kraje, skala wykorzystania przez armatorów tzw. scrubber'ów (urządzeń oczyszczających spaliny) czy przejścia na alternatywne paliwa (np. LNG – problemem może być brak odpowiedniej infrastruktury w portach).

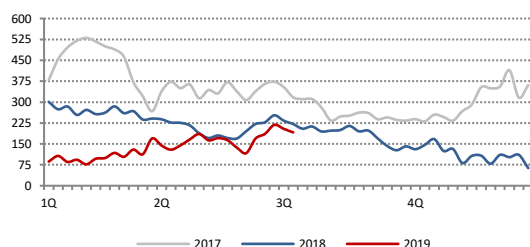
- Okres 2Q'19 przyniósł wyższą r/r marżę w segmencie petrochemicznym - wyniosła ona 930 EUR/t (vs 850 EUR/t rok temu i 887 EUR/t w 1Q'19). Poprawa opartą była m.in. o tańszy wsad (niskie ceny i niskie marże na benzynie surowej)
- Początek lipca przynosi lekką korektę marży, ale nadal są to poziomy wyższe r/r (średnia za 3Q'18 to 870 EUR/t).
- Marże spadły ostatnio na etylenie i propylenie, ale wzrosły na ich pochodnych. Niskie ceny gazu wspomagają marże na nawozach.

Marża etylen – nafta [EUR/t]



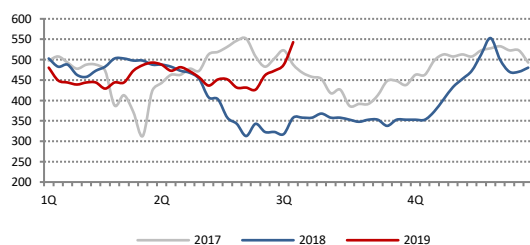
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża benzen – nafta [EUR/t]



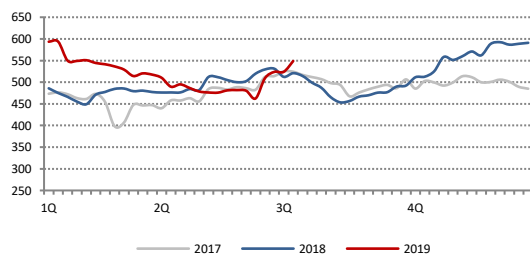
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polipropylen – propylen [EUR/t]



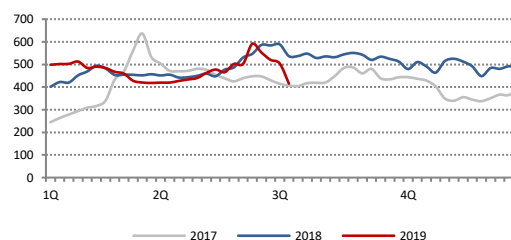
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża PCW – etylen* [EUR/t]



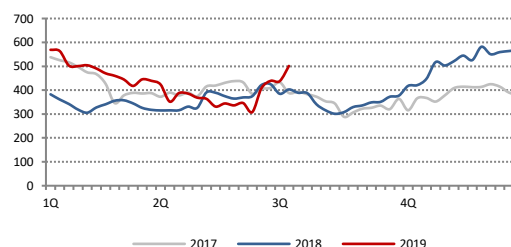
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, etylen=47%

Marża propylen – nafta [EUR/t]



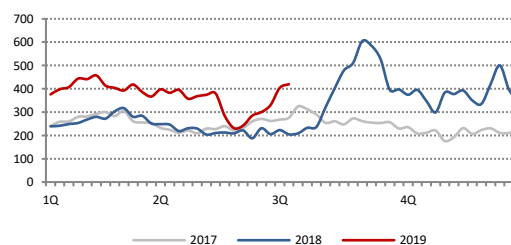
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polietylen – etylen [EUR/t]



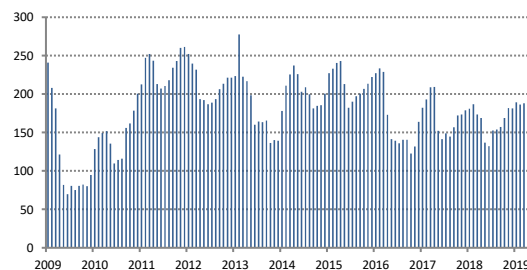
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża PTA – nafta [EUR/t]



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

Marża saletra amonowa – gaz [EUR/t]



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

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki i prognozy wg segmentów w ujęciu kwartalnym 2016-2019 [mln PLN]

	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2018	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P
Przychody	79 553	22 875	23 025	24 730	24 734	95 364	23 241	26 701	30 344	29 420	109 706	25 246	29 461	29 049	28 732	112 488
EBITDA	9 642	2 838	2 701	2 890	2 649	11 078	1 967	2 930	2 968	2 023	9 888	1 829	2 091	2 490	1 932	8 341
EBITDA LIFO	9 557	2 319	3 045	2 997	1 918	10 279	1 823	1 994	2 389	2 822	9 028	2 004	2 211	2 682	2 065	8 963
EBITDA LIFO skoryg*	8 001	2 134	2 702	2 756	1 912	9 504	1 814	1 791	2 371	2 354	8 330	1 812	2 411	2 682	2 065	8 971
rafineria	4 895	1 060	1 279	1 462	1 055	4 856	649	741	1 275	1 322	3 987	471	1 003	1 390	1 031	3 896
petrochemia	1 778	798	904	851	481	3 034	780	458	487	344	2 069	778	744	623	594	2 738
detal	1 832	372	580	616	498	2 066	466	685	719	924	2 794	678	766	743	568	2 754
inne/korekta salda	117	45	83	-35	58	151	65	83	52	-27	173	71	97	105	103	375
korporacyjne	-621	-141	-144	-138	-180	-603	-146	-176	-162	-209	-693	-186	-198	-178	-230	-792
EBIT	7 532	2 276	2 120	2 274	1 987	8 657	1 341	2 258	2 292	1 326	7 217	996	1 219	1 616	1 056	4 887
Zysk (strata) brutto	6 887	2 539	2 123	2 060	1 995	8 717	1 172	2 115	2 548	1 163	6 998	994	1 321	1 466	898	4 678
Zysk (strata) netto	5 261	1 920	1 541	1 603	1 591	6 655	969	1 627	2 063	804	5 463	849	1 057	1 172	651	3 729

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

W 1Q'19 skorygowana EBITDA LIFO wyniosła 1,81 mld PLN i była zbliżona do naszej prognozy i konsensusu. Wynik był także bardzo podobny jak rok wcześniej, przy czym główna różnica dotyczyła rozłożenia wyniku pomiędzy rafinerię i detal (spółka wypracowała wyższą EBITDA w tym drugim obszarze). Raportowana EBITDA LIFO (2,00 mld PLN) została wsparta m.in. przez rozwiązania odpisów na zapasach (NRV: ok. +0,2 mld PLN - pozytywny wpływ wzrostu cen ropy od początku roku do końca kwartału). Szerszy opis wyników 1Q'19 zawarliśmy w rekomendacji z 17 czerwca 2019 roku.

Prognoza wyników na 2Q'2019

	2Q'18	2Q'19P	zmiana r/r	1H'18	1H'19P	zmiana r/r	2018	2019P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	26 701	29 461	10,3%	49 942	54 709	9,5%	109 706	112 488	2,5%
EBITDA	2 930	2 091	-28,7%	4 897	3 920	-20,0%	9 776	8 341	-14,7%
EBITDA LIFO	2 184	2 211	1,2%	4 007	4 215	5,2%	8 916	8 963	0,5%
EBITDA LIFO skoryg*	1 791	2 411	34,6%	3 605	4 223	17,1%	8 330	8 971	7,7%
EBIT	2 257	1 219	-46,0%	3 598	2 215	-38,5%	7 103	4 887	-31,2%
EBIT LIFO	1 511	1 339	-11,4%	2 708	2 510	-7,3%	6 243	5 508	-11,8%
EBIT LIFO skoryg*	1 118	1 539	37,7%	2 306	2 518	9,2%	5 657	5 516	-2,5%
Zysk (strata) brutto	2 115	1 321	-37,5%	3 287	2 315	-29,6%	6 998	4 678	-33,2%
Zysk (strata) netto	1 627	1 057	-35,1%	2 596	1 906	-26,6%	5 463	3 729	-31,7%
Marża EBITDA	11,0%	7,1%		9,8%	7,2%		8,9%	7,4%	
Marża EBITDA LIFO	8,2%	7,5%		8,0%	7,7%		8,1%	8,0%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	6,7%	8,2%		7,2%	7,7%		7,6%	8,0%	
Marża EBIT	8,5%	4,1%		7,2%	4,0%		6,5%	4,3%	
Marża zysku netto	6,1%	3,6%		5,2%	3,5%		5,0%	3,3%	

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.),

Prognoza na 2Q'19:

- W 2Q'19 (6,5 USD/bbl) rafineryjna marża modelowa (z dyferencjałem) była słabsza w ujęciu r/r (przed rokiem 7,4 USD/bbl), ale wyraźnie lepsza niż w 1Q'19 (wynosiła wtedy 4,6 USD/bbl). Po przeliczeniu na PLN marża okazała się w 2Q'19 słabsza r/r jedynie o 1,5 PLN/bbl (-6% r/r). Zwracamy uwagę natomiast na wyższe r/r i q/q premie lądowe w Polsce (m.in. efekt zakłóceń w zaopatrzeniu regionalnych rafinerii w ropę).
- Okres 2Q'19 przyniósł wyraźną poprawę marży w segmencie petrochemicznym - wyniosła ona 903 EUR/t (vs 850 EUR/t rok temu i 887 EUR/t w 1Q'19). W detalu nadal dobra koniunktura gospodarcza powinny sprzyjać konsumpcji, marże powinny kształtować się na dobrych poziomach, w drugiej połowie kwartału sprzyjał im spadek cen ropy.
- W 2Q'19 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie 2,41 mld PLN (vs 1,79 mld PLN rok temu), na co składa się wg naszych estymacji 1,00 mld PLN w rafinerii (słabsze r/r marże, ale lepsze premie lądowe oraz wyższe wykorzystania mocy przerobowych), 0,74 mld PLN w petrochemii (lepsze makro), 0,77 mld PLN w detalu (nadal sprzyjające otoczenie makro), 0,10 mld PLN w upstreamie oraz -0,20 mld PLN kosztów korporacyjnych.
- Spodziewamy się, że wyniki raportowane w rafinerii, ze względu na spadek ceny ropy i jej pochodnych w drugiej połowie kwartału, mogą być obciążone przez zawiązanie odpisów na zapasach (NRV) -

przyjmujemy z tego tytułu -0,3 mld PLN. Z drugiej strony wyniki mogą być nieco wsparte przez sięgnięcie do tańszych warstw ropy ze względu na wykorzystanie zapasów przy ograniczonej dostępności ropy rosyjskiej (zakładamy +0,1 mld PLN z tego tytułu). Wspomniany w akapicie wyżej oczekiwany wynik w rafinerii na poziomie 1,00 mld PLN jest rezultatem oczyszczonym.

- Wyniki raportowane w 2Q'19 na poziomie EBITDA mogą być lekko obciążone przez wycenę zapasów (zakładamy ujemny efekt LIFO na poziomie ok. -0,1 mld PLN).
- Na saldzie finansowym w 2Q'19 spodziewamy się dodatniego rezultatu na poziomie ok. +0,1 mld PLN (dodatnie różnice kursowe). Raportowany wynik netto będzie naszym zdaniem niższy od ubiegłorocznego, jednak należy pamiętać o zaksięgowaniu w ubiegłym roku one-offów oraz dodatnim wpływie wtedy wyceny zapasów. Skorygowana EBITDA LIFO powinna być wyraźnie wyższa r/r (baza z ubiegłego roku nie jest wymagająca).
- Prognozowane przez nas wyniki są wyższe niż szacowaliśmy w czerwcowej rekomendacji (skoryg. EBITDA LIFO na poziomie 2,4 mld PLN vs 2,15 mld PLN poprzednio), do czego przyczyniła się poprawa otoczenia makro w czerwcu oraz dotychczas brak materializacji większych ryzyk związanych z ograniczeniem dostaw ropy przez rurociąg Przyjaźń (w poprzednich prognozach ostrożnie przyjmowaliśmy dodatkowe koszty w rafinerii na poziomie 1,0 USD/bbl przerobu za maj i czerwiec).

Założenia w długim terminie:

- Prognozę ceny ropy Brent na kolejne okresy opieramy o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom ok 60-61 USD/bbl. Długoterminowy dyferencjał Brent - Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl. Tabelka ze szczegółowymi założeniami makro dla poszczególnych lat znajduje się na stronie 6 raport (zakładamy m.in. lekką poprawę marż na lekkich i średnich destylatach w 2020 roku oraz spadek na ciężkich, w kolejnych latach nie przyjmujemy dalszej poprawy marży modelowej).
- Poza wpływem odwróconego przez wielu tygodni dyferencjału nie zakładamy większych perturbacji dla spółki z tytułu zakłóceń w dostawach rosyjskiej ropy. Z deklaracji PKN wynika, że rafineria nie miała dodatkowych przestojów, jak stało się to np. na Białorusi. Potencjalnym ryzykiem pozostają nadal możliwe uszkodzenie elementów rafinerii (związane z przyjęciem partii zanieczyszczonej ropy), które mogą ujawnić się w późniejszym czasie.
- Z ustaleń z początku czerwca ze stroną rosyjską wynika, że spółka może w przyszłości otrzymać rekompensaty z tytułu dostaw zanieczyszczonej ropy oraz braku dostaw w późniejszym okresie. Orlen ma w ciągu kilku tygodni oszacować skalę swoich roszczeń. Mając jednak na uwadze historię sporów np. PGNiG ze stroną rosyjską, nie bierzemy na razie pod uwagę tego czynnika w prognozach.
- Z komunikatów podawanych przez PERN wynika, że dostawy ropy naftowej rurociągiem Przyjaźń, od początku lipca odbywają się trzema nitkami, przy czym tłoczenie surowca w pierwszej połowie miesiąca będzie odbywać się ze zmniejszoną wydajnością (wzrost wydajność oczekiwany jest w drugiej połowie lipca).
- Do 1Q'19 narastająca za 4Q oczyszczona EBITDA LIFO wynosi 8,3 mld PLN. Zakładamy, że w całym 2019 roku spółka wypracuje blisko 9,0 mld PLN (lepszy r/r 2Q'19 i 3Q'19, natomiast słabszy 4Q'19 ze względu na wysoką bazę). Taki poziom jest jak na razie wyraźnie poniżej celu (głównie efekt czynników makro, przy tym też należy pamiętać, że 2020 miał być według spółki lepszy niż 2019), który w strategii określono na średnio 10,3 mld PLN w latach 2019-20. W 2020 roku w naszym modelu zakładamy wypracowanie 9,1 mld PLN.
- Względem poprzedniego modelu podwyższyliśmy prognozy na 2019 roku (poprawa otoczenia makro w końcówce 2Q'19 daje lepsze perspektywy także na 3Q'19, zwracamy uwagę m.in. na dużo korzystniejszy dyferencjał oraz ograniczenie podaży benzyny w USA po pożarze rafinerii w Filadelfii w końcówce czerwca). Z kolei spadły nieco nasze oczekiwania w kwestii EBITDA LIFO na okres 2020-21 ze względu na lekkie podniesienie się krzywej cen ropy. W dłuższym terminie natomiast nasze prognozy są minimalnie wyższe niż wcześniej, na co wpływają nieco lepsze premie łądowe i minimalnie wyższy kurs USD/PLN.
- Średnia EBITDA LIFO w latach 2021-25 w naszych prognozach skalkulowana jest na poziomie 9,9 mld PLN a w okresie 2026-28 na poziomie 11,1 mld PLN. Stopniowy wzrost jest głównie efektem ujęcia EBITDA z nowych inwestycji w segmencie petrochemicznym (ok. 1,2 mld PLN ujęte od 2025 roku - spółka zakłada, że będzie to 1,5 mld PLN od 2024 roku).
- Obecny konsensus Bloomberg na poziomie EBITDA'19 wynosi niespełna 8,5 mld PLN. Trudno nam powiedzieć, które dokładnie wyniki dodane są do konsensusu: EBITDA czy EBITDA LIFO - rozstrzał pomiędzy poszczególnymi prognozami jest dość spory (od 7,9 mld PLN do 9,2 mld PLN). Zwracamy też uwagę, że konsensus nie ujmuje prawdopodobnie skutków wprowadzenia MSSF 16 (wzrost amortyzacji i długu netto od odpowiednio ok. 0,5 mld PLN / 3,3 mld PLN).
- 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).

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2019P kons.	2019P BDM	odchyl.	2020P kons.	2020P BDM	odchyl.	2021P kons.	2021P BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	110 556	112 488	1,7%	112 887	109 161	-3,3%	113 882	108 266	-4,9%
EBITDA LIFO skoryg.	-	8 971	-	-	9 072	-	-	9 243	-
EBITDA LIFO	-	8 963	-	-	9 072	-	-	9 243	-
EBITDA	8 469	8 341	-1,5%	9 553	8 798	-7,9%	9 631	8 960	-7,0%
EBIT	5 765	4 887	-15,2%	6 627	5 145	-22,4%	6 405	5 209	-18,7%
Zysk netto	4 344	3 729	-14,1%	4 916	3 892	-20,8%	4 828	3 990	-17,4%
Dług (gotówka) netto	4 474	6 486	45,0%	4 498	7 833	74,2%	3 445	7 875	128,6%
Marża EBITDA	7,7%	7,4%		8,5%	8,1%		8,5%	8,3%	
Marża EBIT	5,2%	4,3%		5,9%	4,7%		5,6%	4,8%	
Marża zysku netto	3,9%	3,3%		4,4%	3,6%		4,2%	3,7%	

Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus na 09/07/2019)

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

Data rekomendacji	2019P	2020P	zmiana r/r	2021P	zmiana r/r
03.07.2019	8,60	8,53	-0,8%	-	-
27.06.2019	8,76	9,26	5,7%	9,48	2,4%
18.06.2019	8,64	9,20	6,5%	9,55	3,8%
04.06.2019	7,95	7,56	-4,9%	8,04	6,4%
16.05.2019	9,25	10,42	12,6%	10,12	-2,8%
25.04.2019	8,53	8,80	3,1%	-	-
23.04.2019	9,21	9,60	4,2%	10,11	5,4%
18.04.2019	7,94	8,48	6,8%	8,08	-4,7%
26.03.2019	8,32	8,55	2,7%	9,04	5,7%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

	2019P			2020P			2021P		
	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Brent [USD/bbl]	62,7	64,7	3,2%	58,8	61,7	5,0%	58,4	60,4	3,4%
Marża rafineria z dyf. [USD/bbl]	5,4	6,0	10,9%	6,0	5,9	-2,1%	5,8	5,8	-0,7%
Marża pet-chem [EUR/t]	850	856	0,7%	814	805	-1,1%	814	805	-1,1%
USD/PLN	3,79	3,80	0,2%	3,72	3,74	0,5%	3,64	3,65	0,3%
Przychody	109 753	112 488	2,5%	105 739	109 161	3,2%	105 903	108 266	2,2%
EBITDA	7 860	8 341	6,1%	9 043	8 798	-2,7%	9 213	8 960	-2,7%
EBITDA LIFO	8 616	8 963	4,0%	9 272	9 072	-2,2%	9 370	9 243	-1,4%
EBITDA LIFO skoryg	8 424	8 971	6,5%	9 272	9 072	-2,2%	9 370	9 243	-1,4%
EBIT	4 407	4 887	10,9%	5 391	5 145	-4,6%	5 463	5 209	-4,7%
Zysk brutto	4 216	4 678	11,0%	5 125	4 878	-4,8%	5 249	4 999	-4,8%
Zysk netto	3 358	3 729	11,1%	4 092	3 892	-4,9%	4 192	3 990	-4,8%
Marża EBITDA	7,2%	7,4%		8,6%	8,1%		8,7%	8,3%	
Marża EBIT	4,0%	4,3%		5,1%	4,7%		5,2%	4,8%	
Marża zysku netto	3,1%	3,3%		3,9%	3,6%		4,0%	3,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 17/06/2019

Proгноза wyników roczna [mln PLN]

	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przerób ropy [tys t]	30 909	30 147	33 228	33 380	33 561	32 863	33 628	33 637	33 643	32 886	33 908	33 908	33 908	33 146
Przychody	88 336	79 553	95 364	109 706	112 488	109 161	108 266	107 498	108 393	113 711	117 089	118 750	120 287	120 556
Downstream	56 987	49 202	61 425	71 663	72 811	69 140	67 842	66 464	66 155	70 082	72 049	72 257	72 314	71 015
Detal	31 052	29 841	33 350	37 339	38 975	39 352	39 772	40 360	41 523	42 905	44 313	45 764	47 243	48 811
Upstream	215	442	515	605	598	565	548	570	612	620	623	625	626	626
Funkcje korporacyjne	82	68	74	99	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104
EBIT	4 340	7 532	8 657	7 217	4 887	5 145	5 209	5 609	6 004	6 187	6 509	6 415	6 334	6 371
EBIT LIFO	5 850	7 447	7 858	6 357	5 508	5 418	5 491	5 784	6 049	6 147	6 478	6 392	6 334	6 371
Rafineria	2 579	3 895	5 210	4 255	1 757	2 126	2 247	2 249	2 562	2 840	2 857	2 838	2 821	2 872
Rafineria LIFO	4 092	4 597	4 422	3 395	2 375	2 386	2 515	2 415	2 605	2 802	2 828	2 816	2 821	2 872
Petrochemia	2 282	2 380	2 722	1 537	1 854	1 834	1 703	2 006	1 987	1 942	2 298	2 278	2 256	2 236
Petrochemia LIFO	2 305	2 411	2 711	1 537	1 857	1 848	1 717	2 015	1 989	1 940	2 296	2 277	2 256	2 236
Detal	1 171	1 402	1 616	2 308	2 124	2 066	2 160	2 249	2 340	2 291	2 239	2 184	2 144	2 153
Upstream	-981	-119	-165	-21	103	90	71	77	87	86	86	86	84	82
Funkcje korporacyjne	-711	-844	-726	-862	-951	-972	-972	-972	-972	-972	-972	-972	-972	-972
Amortyzacja	1 895	2 110	2 421	2 671	3 454	3 653	3 751	3 769	3 796	3 809	4 650	4 669	4 688	4 708
EBITDA	6 235	9 642	11 078	9 888	8 341	8 798	8 960	9 378	9 800	9 995	11 159	11 083	11 023	11 079
EBITDA LIFO	7 745	9 557	10 279	8 916	8 963	9 072	9 243	9 553	9 845	9 956	11 127	11 061	11 023	11 079
EBITDA LIFO adj*	10 376	8 001	9 504	8 330	8 971	9 072	9 243	9 553	9 845	9 956	11 127	11 061	11 023	11 079
Rafineria	6 443	4 895	4 856	3 987	3 896	3 990	4 119	4 019	4 209	4 406	4 432	4 420	4 425	4 476
Petrochemia	3 025	1 778	3 034	2 069	2 738	2 810	2 775	3 083	3 068	3 030	4 227	4 227	4 226	4 225
Detal	1 556	1 832	2 066	2 794	2 754	2 700	2 795	2 885	2 976	2 927	2 875	2 820	2 780	2 789
Upstream	41	205	294	343	397	404	385	398	424	425	425	425	423	421
Funkcje korporacyjne	-598	-621	-603	-693	-792	-832	-832	-832	-832	-832	-832	-832	-832	-832
Inne	-91	-88	-143	-170	-22	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	3 698	6 887	8 717	6 998	4 678	4 878	4 999	5 403	5 769	5 945	6 325	6 292	6 265	6 344
Zysk netto**	2 837	5 261	6 655	5 463	3 729	3 892	3 990	4 315	4 609	4 751	5 051	5 025	5 004	5 067
Dług netto	6 950	3 504	927	5 599	6 486	7 833	7 875	8 025	7 730	5 431	2 610	282	-1 556	-2 997
Dług netto/EBITDA LIFO adj	0,7	0,4	0,1	0,7	0,7	0,9	0,9	0,8	0,8	0,5	0,2	0,0	-0,1	-0,3

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

**dla akcjonariuszy jedn. dominującej

STRATEGIA ORAZ CZYNNIKI MOGĄCE WPŁYNAĆ NA WYCENĘ W PRZYSZŁOŚCI

Główne założenia strategii 2017-2021

- W grudniu 2016 roku spółka opublikowała strategię rozwoju na lata 2017-2021, w której przedstawione cele finansowe i operacyjne na lata 2017-2018. W grudniu 2018 roku spółka wyznaczyła cele finansowe na dwa kolejne lata (2019-2020) oraz cele operacyjne na 2022 rok.
- Orlen w latach 2019-2020 planuje średniorocznie 10,3 mld PLN EBITDA LIFO (bez uwzględnienia MSSF16, według danych, które spółka pokazała w 1Q'19 – roczna EBITDA powinna być ok. 0,5 mld PLN wyższa). W okresie 2017-18 spółka miała średnio 8,9 mln PLN oczyszczonej EBITDA LIFO. Wzrost zakładany jest głównie w downstreamie.
- Spółka zakłada wzrost marży rafinerijnej (z dyferencjałem) do średnio 8,6 USD/bbl (vs 7,2 USD/bbl w latach 2017-18). Spółka oczekuje m.in. wyraźnego wzrostu dyferencjału do ponad 3 USD/bbl (jako m.in. pochodnej spadku popytu na ciężkie gatunki ropy po wprowadzeniu regulacji IMO 2020). W okresie styczeń-czerwiec'19 marża wyniosła 5,6 USD/bbl (w tym dyferencjał 0,4 USD/bbl).
- W segmencie petrochemicznym spółka zakłada spadek marży ok. 10% w porównaniu z okresem 2017-18 (808 EUR/t vs 898 EUR/t).
- Zakładany przerób ropy w 2022 roku to 33,7 mln ton (33,4 mln ton w 2018 roku). Wydobycie ma wzrosnąć w 2022 roku do 25 tys boe/d.
- Średni CAPEX w okresie 2019-20 ma kształtować się na poziomie 6,8 mld PLN/rok (5,0 mld PLN ma zostać wydane w 2019 roku, co implikuje wzrost w 2020 roku do ok. 8,5 mld PLN). Wzrost w 2020 roku związany jest głównie z rozpoczęciem nowych projektów w segmencie petrochemicznym: i) budowa kompleksu pochodnych aromatów, ii) rozbudowa kompleksu olefin oraz iii) rozbudowa zdolności produkcyjnych fenolu. Ich łączna wartość to 8,3 mld PLN do 2023 roku, a szacowany wzrost EBITDA to 1,5 mld PLN od 2024 roku. W 2019 roku rozpoczęła się także rozbudowa instalacji Anwilu (zakładany wzrost mocy o 50% do 2022 za 1,3 mld PLN, szacowany przez spółkę pozytywny wpływ na EBITDA ok. 250 mln PLN/rok).
- Plan inwestycyjny zaprezentowany w strategii nie uwzględnia Lotosu.
- Spółka w strategii zasygnalizowała natomiast analizę inwestycji w energetykę w postaci morskich farm wiatrowych. Orlen ma koncesję na wybudowanie 1,2 GW mocy (według szacunków PGE inwestycja w 1,0 GW mocy = 12-14 mld PLN. W strategii nie pojawił się natomiast wątek, rozważanego wcześniej oficjalnie, udziału w budowie potencjalnej elektrowni atomowej.
- Zarząd zakłada systematyczną wypłatę dywidendy „uwzględniająca sytuację finansową”. Za 2019 rok spółka wypłaci 3,5 PLN/akcję (vs 3,0 PLN w 2017 i 2018 roku).

Założenie strategii vs prognozy DM BDM [mld PLN]

	2017-18 średnia	cel 2019-20 spółka	2019-20 BDM	2021-25 BDM
EBITDA LIFO*	8,9	10,3	9,0	9,9
downstream	7,0	8,3	6,7	7,5
detal	2,4	2,4	2,7	2,9
wydobycie	0,2	0,5	0,4	0,4
koszty korporacyjne	-0,6	-0,9	-0,8	-0,8
CAPEX	4,5	6,8	6,4	5,6
downstream	2,7	4,9	4,6	4,3
detal	0,8	0,7	0,8	0,7
wydobycie	0,8	0,7	0,7	0,4
koszty korporacyjne	0,2	0,5	0,2	0,3

Źródło: BDM S.A., spółka, CAPEX'17-18 wg danych z prezentacji,
*wynik oczyszczony

Założenie strategii vs prognozy DM BDM

	jednostka	2017-18 średnia	cel 2019-20 spółka	2019-20 BDM	2021-25 BDM
dyferencjał Brent/Ural	USD/bbl	1,4	3,1	1,0	1,0
marża rafinerijna z dyferencj.	USD/bbl	7,2	8,6	5,9	5,8
marża pet-chem	EUR/t	910	808	831	805
ropa Brent	USD/bbl	63	73	63	60
gaz ziemny w PL	EUR/MWh	22	20	19,2	19,3
energia elektryczna w PL	PLN/MWh	199	211,5	239	228
USD/PLN	-	3,70	3,7	3,77	3,56
EUR/PLN	-	4,26	4,17	4,29	4,30

Źródło: BDM S.A., spółka

Zakup udziałów w Lotosie

- Pod koniec lutego 2018 roku PKN Orlen poinformował o podpisaniu ze Skarbem Państwa listu intencyjnego w sprawie przejęcia kontroli nad Lotosem (nabycie bezpośrednio lub pośrednio przez Orlen minimum 53% akcji gdańskiej spółki). Skarb Państwa ma w Lotosie obecnie 53,2% akcji (nie ma innych akcjonariuszy, którzy posiadaliby powyżej 5% akcji). Orlen zastrzegł, że list intencyjny nie stanowi wiążącego zobowiązania do przeprowadzenia transakcji.
- Bazowy scenariusz to nabycie przez PKN od Skarbu Państwa 32,99% akcji, a następnie ogłoszenie wezwania w celu osiągnięcia 66% (w związku z zamiarem przekroczenia 33%). Tu kwestią do rozwiązania jest prawdopodobieństwo, że Skarb Państwa zostanie jednak z jakimś pakietem akcji Lotosu, jeśli dojdzie do redukcji zapisów. Taki scenariusz zakładałby też utrzymanie Lotosu na GPW.

- W momencie rozpoczęcia procesu zakładano, że może potrwać od roku do kilkunastu miesięcy. PKN zakładał m.in., że złoży do Komisji Europejskiej wniosek dotyczący połączenia na przełomie 2018 i 2019 roku a zgoda zostanie uzyskana do połowy 2019 roku.
- Spółka złożyła wniosek do KE dopiero na początku lipca. Ostatnie wypowiedzi prezesa Orlenu stawiają jednak w naszej opinii większe niż wcześniej znaki zapytania w kwestii pozytywnego zamknięcia transakcji. PKN Orlen złożył wniosek, aby wyjść z fazy prenotyfikacji, ale KE oczekuje głębszych analiz i dalszych rozmów. Prezes Orlenu oczekuje decyzji ze strony KE w ciągu 5-6 miesięcy. Według niego ewentualna negatywna decyzja nie zatrzyma współpracy obydwu spółek a Orlen prawdopodobnie po pewnym czasie ponownie złoży wniosek do KE.
- Orlen szacuje, że zoptymalizowane w ramach całego koncernu procesy pozwolą na ograniczenie kosztów funkcjonowania – w komunikacie podano, że może to być nawet kilkaset mln PLN rocznie. Nowy podmiot ma poprawić swoją pozycję negocjacyjną przy zaopatrzeniu w surowce (przede wszystkim zakupy ropy), uzyskać szereg synergii w zakresie logistyki produktów, planowania produkcji, nakładów inwestycyjnych.
- Ze względu na brak finalnych parametrów nie uwzględniamy na razie transakcji w prognozach (przejęcie 66% akcji kosztowałoby przy obecnym kursie Lotosu ok. 10,4 mld PLN). Nie znamy bowiem np. ceny po jakiej PKN odkupiłby akcje od Skarbu Państwa oraz dokonywał wezwania. Pytaniem jest też jak głęboka będzie integracja spółek – np. pozostawienie Lotosu na giełdzie może dać mniejsze korzyści (np. nadal w spółce będą mniejszościowi akcjonariusze, którzy mogą chcieć realizować własne interesy – podobny przypadek jak przez lata w Unipetrolu) niż przejęcie pełnej kontroli nad spółką.

Porównanie PKN vs Lotosu

PKN Orlen					Lotos				
MC [mln PLN]	39 905				MC [mln PLN]	15 825			
dług netto 1Q'19 [mln PLN]*	8 707				dług netto 1Q'19 [mln PLN]	2 963			
	2015	2016	2017	2018		2015	2016	2017	2018
Przychody [mln PLN]	88 336	79 553	95 364	109 706	Przychody [mln PLN]	22 709	20 931	24 186	30 122
EBITDA [mln PLN]	6 235	9 642	11 078	9 776	EBITDA [mln PLN]	1 138	2 923	3 073	3 704
EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]	10 376	8 001	9 504	1 814	EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]	2 126	2 633	3 049	3 138
Zysk netto [mln PLN]	2 837	5 261	6 655	5 463	Zysk netto [mln PLN]	-263	1 015	1 672	1 587
Aktywa [mln PLN]	48 137	55 559	60 664	64 141	Aktywa [mln PLN]	19 169	19 326	21 171	22 224
KW [mln PLN]	24 244	29 285	35 211	35 739	KW [mln PLN]	7 712	8 611	10 713	12 035
Dług netto [mln PLN]	6 950	3 504	927	5 599	Dług netto [mln PLN]	5 616	4 623	2 468	1 909
Dług netto/EBITDA LIFO skoryg.	0,7	0,4	0,1	3,1	Dług netto/EBITDA LIFO skoryg.	2,6	1,8	0,8	0,6
CF operacyjny [mln PLN]	5 354	9 331	8 050	4 980	CF operacyjny [mln PLN]	1 488	2 654	3 127	2 328
CAPEX + akwizycje [mln PLN]	3 079	5 033	4 039	4 454	CAPEX + akwizycje [mln PLN]	1 202	997	1 439	967
P/E	14,1	7,6	6,0	7,3	P/E	-	15,6	9,5	10,0
EV/EBITDA	7,5	4,5	3,7	4,7	EV/EBITDA	18,8	7,0	6,0	4,8
EV/EBITDA LIFO skoryg	4,5	5,4	4,3	25,1	EV/EBITDA LIFO skoryg	10,1	7,8	6,0	5,7
P/BV	1,6	1,4	1,1	1,1	P/BV	2,1	1,8	1,5	1,3
Segment rafineryjny					Segment rafineryjny				
Przerób ropy [tys t]	30 909	30 147	33 228	33 380	Przerób ropy [tys t]	10 213	10 387	9 626	10 764
Sprzedaż [tys t]	24 991	25 574	27 055	27 150	Sprzedaż [tys t]	10 681	10 838	10 637	11 452
Sprzedaż [mln PLN]	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	Sprzedaż [mln PLN]	16 599	15 169	17 632	22 436
EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]	6 443	4 895	4 856	3 987	EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]	1 668	1 838	2 044	2 021
Marża modelowa [USD/bbl]	10,0	7,8	7,7	6,6	Marża modelowa [USD/bbl]	7,8	6,8	7,5	7,4
EBITDA LIFO skoryg. [USD/bbl]	9,2	6,6	6,4	5,5	EBITDA LIFO skoryg. [USD/bbl]	5,6	5,8	6,9	6,6
Segment petrochemiczny					Segment petrochemiczny				
Wolumen [tys t]	5 389	5 134	5 870	5 566	Wolumen [tys t]				
Sprzedaż [mln PLN]	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	Sprzedaż [mln PLN]				
EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]	3 025	1 778	3 034	2 069	EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]				
Marża petrochemiczna [EUR/t]	963	961	934	887	Marża petrochemiczna [EUR/t]				
Segm. rafineryjny + petrochemiczny					Segm. rafineryjny + petrochemiczny				
Sprzedaż [mln PLN]	69 611	60 094	75 241	89 737	Sprzedaż [mln PLN]	16 599	15 169	17 632	22 436
Segment detaliczny					Segment detaliczny				
Sieć stacji ogółem [średnio]	2 685	2 689	2 743	2 790	Sieć stacji ogółem [średnio]	454	480	487	489
Sieć stacji ogółem [eop]	2 679	2 695	2 783	2 803	Sieć stacji ogółem [eop]	476	487	493	495
Wolumen [tys t]	7 984	8 187	8 819	9 448	Wolumen [tys t]	1 216	1 082	1 168	1 253
Sprzedaż [mln PLN]	31 122	30 121	33 630	37 474	Sprzedaż [mln PLN]	5 771	4 952	5 694	6 736
EBITDA skoryg. [mln PLN]	1 556	1 832	2 066	2 794	EBITDA skoryg. [mln PLN]	112	140	154	181
Sprzedaż/stację [mln PLN]	11,6	11,2	12,3	13,4	Sprzedaż/stację [mln PLN]	12,7	10,3	11,7	13,8
Wolumen/stację [tys t]	3,0	3,0	3,2	3,4	Wolumen/stację [tys t]	2,7	2,3	2,4	2,6
EBITDA/stację [mln PLN]	0,58	0,68	0,75	1,00	EBITDA/stację [mln PLN]	0,25	0,29	0,31	0,37
Segment wydobywczy					Segment wydobywczy				
Wydobycie węglowodorów [mln boe]	2,66	4,93	5,65	6,51	Wydobycie węglowodorów [mln boe]	4,34	9,75	8,50	7,55
Sprzedaż [mln PLN]	215	442	515	605	Sprzedaż [mln PLN]	699	1 228	1 359	1 464
EBITDA skoryg. [mln PLN]	41	205	294	343	EBITDA skoryg. [mln PLN]	339	688	863	917

Źródło: BDM S.A., spółki, *wg MSSF16

DANE FINANSOWE

Bilans [mld PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	30,38	31,82	34,13	38,95	43,05	45,98	48,95	51,43	51,64	51,47	51,37	51,36	51,38
Wartości niematerialne i prawne	1,38	1,27	1,32	1,35	1,37	1,39	1,40	1,41	1,43	1,44	1,46	1,47	1,49
Rzeczowe aktywa trwałe	27,67	29,07	31,39	36,18	40,26	43,17	46,13	48,60	48,80	48,61	48,49	48,46	48,47
Pozostałe aktywa trwałe	1,33	1,47	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42
Aktywa obrotowe	25,18	28,85	30,01	30,66	27,53	26,23	24,90	24,19	24,47	25,29	25,33	25,15	25,17
Zapasy	11,18	12,44	14,36	13,20	12,56	12,23	11,95	11,87	11,78	11,99	12,03	12,05	11,90
Należności krótkoterminowe	8,67	9,60	10,59	9,97	9,53	9,32	9,14	9,11	9,19	9,38	9,45	9,49	9,41
Inwestycje krótkoterminowe	5,32	6,81	5,05	7,49	5,43	4,67	3,81	3,20	3,50	3,92	3,85	3,61	3,86
-środki pieniężne i ekwiwalenty	5,07	6,24	4,19	6,63	4,57	3,81	2,95	2,34	2,64	3,06	2,99	2,75	3,00
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	55,56	60,66	64,14	69,61	70,57	72,21	73,85	75,62	76,11	76,77	76,70	76,51	76,55
Kapitał (fundusz) własny	26,76	32,20	35,73	38,15	40,55	43,06	45,68	48,37	50,98	53,57	55,81	57,61	59,04
Udziały mniejszości	2,52	3,01	0,01	0,07	0,12	0,18	0,23	0,29	0,35	0,42	0,49	0,55	0,62
Zobowiązania i rezerwy na zob.	26,28	25,45	28,40	31,40	29,90	28,97	27,94	26,96	24,78	22,78	20,40	18,34	16,89
Rezerwy na zobowiązania	2,30	2,67	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52	3,52
Zobowiązania długoterminowe	8,02	7,07	9,01	9,01	8,70	8,39	8,08	7,57	5,97	3,97	1,97	0,41	0,41
- w tym dług oprocentowany	7,59	6,85	8,60	8,60	8,29	7,98	7,67	7,16	5,56	3,56	1,56	0,00	0,00
Zobowiązania krótkoterminowe	15,81	15,71	15,65	18,63	17,45	16,83	16,12	15,64	15,06	15,06	14,68	14,18	12,73
- w tym dług oprocentowany	0,99	0,32	1,19	4,51	4,11	3,71	3,31	2,91	2,51	2,11	1,71	1,19	0,00
Pasywa razem	55,56	60,66	64,14	69,61	70,57	72,21	73,85	75,62	76,11	76,77	76,70	76,51	76,55
Rachunek zysków i strat [mld PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	79,55	95,36	109,71	112,49	109,16	108,27	107,50	108,39	113,71	117,09	118,75	120,29	120,56
Zysk (strata) na sprzedaży	5,78	7,73	6,06	4,89	5,14	5,21	5,61	6,00	6,19	6,51	6,41	6,33	6,37
EBITDA	9,64	11,08	9,78	8,34	8,80	8,96	9,38	9,80	10,00	11,16	11,08	11,02	11,08
EBITDA LIFO	9,56	10,28	8,92	8,96	9,07	9,24	9,55	9,85	9,96	11,13	11,06	11,02	11,08
EBIT	7,53	8,66	7,10	4,89	5,14	5,21	5,61	6,00	6,19	6,51	6,41	6,33	6,37
EBIT LIFO	7,45	7,86	6,24	5,51	5,42	5,49	5,78	6,05	6,15	6,48	6,39	6,33	6,37
Saldo działalności finansowej	-0,65	0,06	-0,11	-0,21	-0,27	-0,21	-0,21	-0,23	-0,24	-0,18	-0,12	-0,07	-0,03
Zysk (strata) brutto	6,89	8,72	7,00	4,68	4,88	5,00	5,40	5,77	5,95	6,32	6,29	6,27	6,34
Zyski (straty) mniejszości	0,48	0,52	0,05	0,05	0,05	0,06	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07
Zysk (strata) netto	5,26	6,66	5,46	3,73	3,89	3,99	4,32	4,61	4,75	5,05	5,02	5,00	5,07
CF [mld PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	9,33	8,05	4,98	9,09	8,15	8,38	8,53	8,73	8,66	9,91	9,75	9,75	9,80
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,44	-3,93	-3,80	-4,90	-7,69	-6,64	-6,70	-6,25	-3,99	-4,45	-4,53	-4,65	-4,70
Przepływy z działalności finansowej	-2,21	-2,83	-3,24	-1,78	-2,52	-2,50	-2,69	-3,09	-4,37	-5,03	-5,29	-5,22	-5,36
Przepływy pieniężne netto	2,69	1,29	-2,06	2,41	-2,05	-0,76	-0,86	-0,61	0,30	0,42	-0,07	-0,12	-0,27
Środki pieniężne na początek okresu	2,35	5,07	6,24	4,19	6,60	4,55	3,79	2,93	2,31	2,61	3,03	2,96	2,84
Środki pieniężne na koniec okresu	5,07	6,24	4,19	6,60	4,55	3,79	2,93	2,31	2,61	3,03	2,96	2,84	2,57

Wybrane dane finansowe [mld PLN] i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	15,0%	2,5%	-3,0%	-0,8%	-0,7%	0,8%	4,9%	3,0%	1,4%	1,3%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	-11,8%	-14,7%	5,5%	1,8%	4,7%	4,5%	2,0%	11,6%	-0,7%	-0,5%	0,5%
EBIT zmiana r/r	-18,0%	-31,2%	5,3%	1,2%	7,7%	7,0%	3,0%	5,2%	-1,4%	-1,3%	0,6%
Zysk netto zmiana r/r	-17,9%	-31,7%	4,4%	2,5%	8,1%	6,8%	3,1%	6,3%	-0,5%	-0,4%	1,3%
Marża EBITDA	8,9%	7,4%	8,1%	8,3%	8,7%	9,0%	8,8%	9,5%	9,3%	9,2%	9,2%
Marża EBITDA LIFO	8,1%	8,0%	8,3%	8,5%	8,9%	9,1%	8,8%	9,5%	9,3%	9,2%	9,2%
Marża EBIT	6,5%	4,3%	4,7%	4,8%	5,2%	5,5%	5,4%	5,6%	5,4%	5,3%	5,3%
Marża EBIT LIFO	5,7%	4,9%	5,0%	5,1%	5,4%	5,6%	5,4%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%
Marża brutto	6,4%	4,2%	4,5%	4,6%	5,0%	5,3%	5,2%	5,4%	5,3%	5,2%	5,3%
Marża netto	5,0%	3,3%	3,6%	3,7%	4,0%	4,3%	4,2%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%
ROE	15,3%	9,8%	9,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	8,5%	5,4%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	9,8	13,1	12,4	11,7	11,0	10,1	8,1	5,7	3,3	1,2	0,0
D / (D+E)	15,3%	18,8%	17,6%	16,2%	14,9%	13,3%	10,6%	7,4%	4,3%	1,6%	0,0%
D / E	18,0%	23,2%	21,3%	19,3%	17,5%	15,4%	11,9%	8,0%	4,5%	1,6%	0,0%
Odsetki / EBIT	-1,5%	-4,3%	-5,2%	-4,0%	-3,7%	-3,9%	-3,9%	-2,8%	-1,9%	-1,1%	-0,4%
Dług / kapitał własny	27,4%	34,4%	30,6%	27,1%	24,0%	20,8%	15,8%	10,6%	5,9%	2,1%	0,0%
Dług netto	5,6	6,5	7,8	7,9	8,0	7,7	5,4	2,6	0,3	-1,6	-3,0
Dług netto / kapitał własny	15,7%	17,0%	19,3%	18,3%	17,6%	16,0%	10,7%	4,9%	0,5%	-2,7%	-5,1%
Dług netto / EBITDA	0,6	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,5	0,2	0,0	-0,1	-0,3
Dług netto / EBIT	0,8	1,3	1,5	1,5	1,4	1,3	0,9	0,4	0,0	-0,2	-0,5
EV	45,5	46,4	47,7	47,8	47,9	47,6	45,3	42,5	40,2	38,3	36,9
Dług / EV	21,5%	28,3%	26,0%	24,5%	22,9%	21,1%	17,8%	13,3%	8,1%	3,1%	0,0%
CAPEX / Przychody	4,1%	4,4%	7,1%	6,2%	6,3%	5,8%	3,5%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%
CAPEX / Amortyzacja	166,6%	143,5%	212,1%	178,2%	178,8%	165,5%	105,5%	96,4%	97,7%	99,8%	100,5%
Amortyzacja / Przychody	2,4%	3,1%	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,3%	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%
Zmiana KO / Przychody	2,6%	-1,4%	-0,3%	-0,3%	-0,1%	0,0%	0,2%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	19,5%	-58,3%	9,7%	37,7%	19,6%	-2,4%	4,1%	1,2%	6,5%	3,3%	12,6%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	7,3	10,7	10,3	10,0	9,2	8,7	8,4	7,9	7,9	8,0	7,9
P/BV*	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE*	4,9	5,6	5,3	5,2	4,9	4,7	4,7	4,1	4,1	4,1	4,1
EV/EBITDA*	4,7	5,6	5,4	5,3	5,1	4,9	4,5	3,8	3,6	3,5	3,3
EV/EBIT*	6,4	9,5	9,3	9,2	8,5	7,9	7,3	6,5	6,3	6,1	5,8
EV/S*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
BVPS	83,5	89,2	94,8	100,7	106,8	113,1	119,2	125,2	130,5	134,7	138,0
EPS	12,8	8,7	9,1	9,3	10,1	10,8	11,1	11,8	11,7	11,7	11,8
CEPS	19,0	16,8	17,6	18,1	18,9	19,7	20,0	22,7	22,7	22,7	22,9
DPS	3,00	3,50	3,50	3,50	4,00	4,50	5,00	5,75	6,50	7,50	8,50
Payout ratio**	19,3%	27,4%	40,1%	38,5%	42,9%	44,6%	46,4%	51,8%	55,0%	63,8%	72,7%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 93,3 PLN, ** do skonsolidowanego zysku netto

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa, strategia

Krzystian Brymora

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny, energetyka

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
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	98,0	Akumuluj	94,9	10.07.2019	08:20 CEST	93,3	60 200
Akumuluj	94,9	Redukuj	103,0	17.06.2019	08:30 CEST	89,2	59 092
Redukuj	103,0	Redukuj	103,0 (w tym DPS = 3,0 PLN)	20.10.2017	08:40 CEST	120,8	63 745
Redukuj	103,0 (w tym DPS = 3,0 PLN)	Akumuluj	78,0	19.06.2017	10:43 CEST	115,0	60 968
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	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

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 (przynajmniej +15%);
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'19*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	50%	0	0%
Akumuluj	1	50%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien 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 dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 10.07.2019 roku (08:20 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.07.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 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 zbliżne 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 usług 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.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 10.07.2019 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć 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.