



Dom Maklerski BDM S.A.

PKN ORLEN

RAPORT ANALITYCZNY

Świetny poziom marż rafineryjnych w 3Q'17 (szczególnie we wrześniu) mocno podbił oczekiwania wynikowe w stosunku do PKN Orlen. Zaraportowane rezultaty nie sprostają jednak konsensusowi. Oczyszczona EBITDA LIFO wypadła 16% poniżej rynkowych oczekiwań. Uważamy, że mocna przecena po publikacji wyników może nie być tylko jednorazowym wypadkiem przy pracy. Inwestorzy powinni także zacząć dostrzegać, że obecne poziomy marż w 4Q'17 oraz kursy walutowe mogą poważnie ograniczać pole do utrzymania wzrostowego trendu oczyszczonej EBITDA LIFO, a baza wynikowa w kolejnych kwartałach będzie już zdecydowanie bardziej wymagająca niż na przestrzeni 2017 roku. Podtrzymujemy nasze zalecenie Redukuj, utrzymując cenę docelową na poziomie 103,0 PLN.

Oczyszczona EBITDA LIFO w 3Q'17 wyniosła 2,76 mld PLN w stosunku do blisko 3,3 mld PLN zakładanych przez nas oraz konsensus (oraz vs 1,88 mld PLN rok temu, przy czym nie działa wtedy jeszcze steam cracker w Litvinowie). Rezultat raportowany (3,0 mld PLN) był wsparty przez odwrócenie rezerw na zapasach (0,2 mld PLN) oraz lekko dodatnie saldo pozostałej działalności. Oczyszczony wynik był na porównywalnym poziomie do 2Q'17 (2,70 mld PLN), mimo sezonowo wyższych wolumenów (przy porównywalnej marży rafineryjnej wyrażonej PLN). Nadszpiegowanie duży negatywny efekt przyniosła presja na premie hurtowe. Nie sprzyjały też niższe marże w detalu i pet-chemie.

Nasze czerwcowe zalecenie Redukuj (wydane przy cenie 115 PLN) okazała się w krótkim terminie nieco przedwczesne. Kurs co prawda spadł w okolice 105 PLN na przełomie lipca i sierpnia, jednak bardzo korzystne otoczenie makro w sektorze rafineryjnym (wpływ awarii w Shellu oraz warunków pogodowych w USA) pchnęło notowania na nowe szczyty. Wyniki za 3Q'17 były sporo lepsze r/r, nie spełniły jednak oczekiwań rynku. Uważamy, że od 4Q'17 wyraźnie rośnie ryzyko trudności z utrzymaniem trendu mocnej poprawy wyników, którą obserwujemy w ostatnich kwartałach. Tym samym będzie brakowało paliwa do podtrzymania pozytywnego sentymentu do kursu akcji PKN Orlen.

Na początku 4Q'17 wpływu efektu anomalii pogodowych na marż rafineryjne wyparował. Relatywnie najmniej spadły na razie marże na dieslu (efekt niskich zapasów), jednak całociowa marża modelowa z dyferencjałem jest obecnie niższa o ok. 0,4 USD/bbl r/r i 1,3 USD/bbl q/q, głównie przez presję na lekkich i ciężkich destylatach (choć poprawił się w stosunku do 3Q'17, to nadal niższy r/r jest także dyferencjał B-U). Warto zwrócić uwagę, że w końcówce 2016 roku kurs USD/PLN przekraczał poziom 4,0, obecnie jest 10% niżej. Na lekki plus obecnie zaliczyć można jedynie nieco wyższą q/q i r/r marżę petrochemiczną, jednak nie zbuduje ona wyniku skonsolidowanego. Sezonowo wolumeny produkcji w 4Q'17 będą niższe q/q. Automatycznie przy słabszym poziomie marży rafineryjnej w PLN (i nawet według naszych szacunków pewnej poprawie w stosunku do słabego września marż hurtowych) trudno będzie o wypracowanie porównywalnej q/q oczyszczonej EBITDA LIFO. Równocześnie baza w 4Q'17 (2,46 mld PLN) nie jest już tak niska jak w poprzednich kwartałach, co stawia znak zapytania przy możliwości utrzymania wzrostowej dynamiki r/r oczyszczonej EBITDA LIFO. W przypadku wyniku raportowanego poziomu spółka ma jeszcze w zanadru do rozpoznania ok. 0,5 mld PLN potencjalnego odszkodowania za steam cracker, przy czym powinno to być już naszym zdaniem uwzględniane w wycenie przez rynek.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mld PLN]	88,3	79,6	95,9	99,2	99,4	98,2
EBITDA [mld PLN]	6,2	9,6	11,5	9,0	8,7	8,5
EBITDA LIFO [mld PLN]	7,7	9,6	10,8	9,3	8,9	8,6
EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]*	10,4	8,0	10,1	9,3	8,9	8,6
EBIT [mld PLN]	4,3	7,5	9,2	6,4	6,1	5,8
Zysk netto [mld PLN]	2,8	5,3	6,9	4,3	4,2	4,0
Dług (gotówka) netto [mld PLN]	7,0	3,5	-0,6	-2,1	-3,6	-4,8
P/BV	2,3	1,9	1,6	1,4	1,3	1,3
P/E	18,2	9,8	7,5	11,9	12,4	12,9
EV/EBITDA	9,4	5,7	4,4	5,5	5,5	5,5
EV/EBITDA LIFO	7,6	5,8	4,7	5,4	5,4	5,5
EV/EBITDA LIFO skoryg.	5,6	6,9	5,1	5,4	5,4	5,5
EV/EBIT	13,5	7,3	5,6	7,7	7,9	8,1

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

REDUKUJ

(POPRIEDZNA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 103,0 PLN

20 PAŹDZIERNIKA 2017, 08:40 CEST

Wycena DCF [PLN]	103,0
Wycena porównawcza [PLN]	110,6
Wycena końcowa [PLN]	103,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-15%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	120,8
Kapitalizacja [mln PLN]	51 667
Ilość akcji [mln. szt.]	427,7

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	134,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	101,8

Stopa zwrotu za 3 mc	14,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	7,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	52,3%

Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	27,5%
ING OFE	8,3%
Aviva OFE	7,2%
Pozostali	57,0%

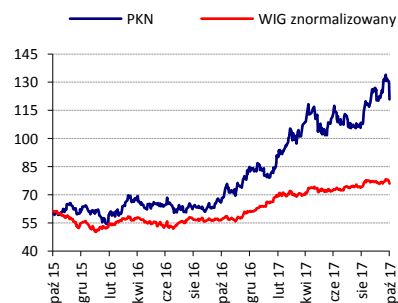
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA	8
WYNIKI ZA 3Q'17 ORAZ PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE FINANSOWE	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

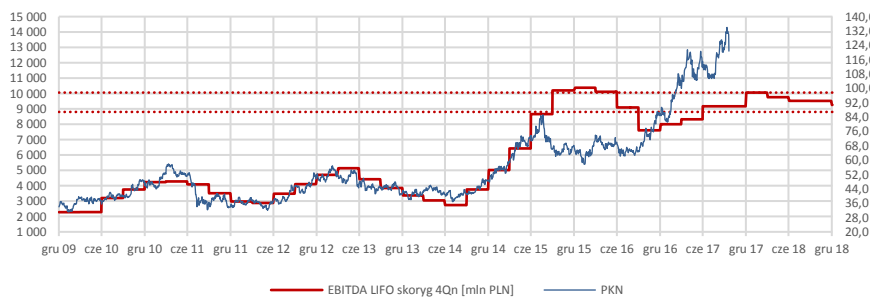
Wycena spółki PKN Orlen opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 0% dla wyceny porównawczej (przyjmujemy taki poziom ze względu na ograniczoną porównywalność między PKN Orlen a innymi spółkami: m.in. różnie rozłożony ciężar działalności pomiędzy downstream/upstream/petrochemię). Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 103,0 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 110,6 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 103,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	103,0
Wycena metodą porównawczą	0%	110,6
Wycena 1 akcji PKN Orlen [PLN]		103,0

Źródło: BDM S.A.

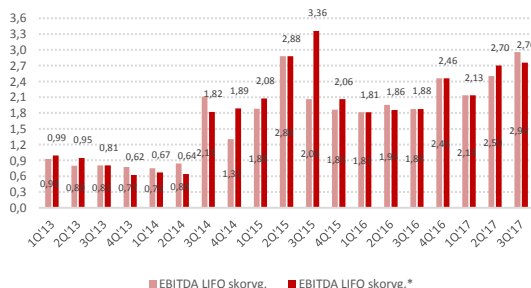
Kurs PKN vs skoryg. EBITDA LIFO* [4Q narastająco, mln PLN]



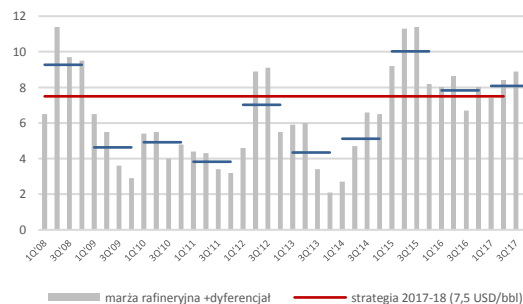
Od 4Q'16 oczyszczona EBITDA LIFO spółki znajduje się na ścieżce rosnącej. Od 4Q'17 baza wynikowa będzie się wypłaszczać (m.in. zanik efektu bazy na ograniczeniu szarej strefy i powrocie mocy produkcyjnych w Czechach, mniej korzystny kurs USD, normalizacja marż w rafinerii). Obecnie narastająca za 4Q oczyszczona EBITDA LIFO wynosi 10,0 mld PLN. Zakładamy, że w całym 2017 roku spółka wypracuje 10,1 mld PLN (zakładamy porównywalny r/r 4Q'17). Taki poziom jest powyżej celu (głównie efekt czynników makro), który w strategii określono na średnio 8,8 mld PLN w latach 2017-18.

Źródło: BDM S.A.(prognoza od 2Q'15), spółka, *skoryg. o wszystkie możliwe czynniki (m.in. saldo PPO/PKO, wyniki na transakcjach dotyczących sprzedaży/odkupu zapasów ropy lub rozpoznaniu wyniku na „tanich” warstwach ropy – dane szacunkowe)

Kwartalna EBITDA LIFO [mln PLN]



Modelowa marża rafineryjna + dyferencjał [USD/bbl]



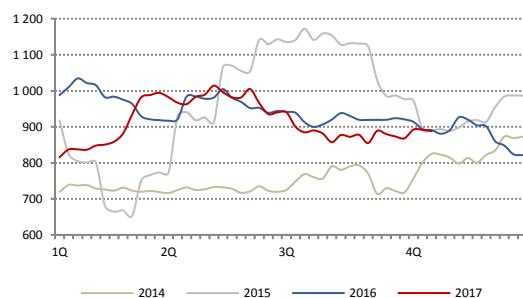
Źródło: BDM S.A., spółka, skoryg=oczyszczona o saldo PPO/PKO, skoryg* = oczyszczona także o inne czynniki

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



Źródło: BDM S.A., spółka

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



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

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

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

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 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 – obydwa wartości powiększa się o 10% rezerwy).
- W wycenie ujmujemy otrzymane w 1-3Q'17 (0,85 mld PLN brutto) i prawdopodobne (0,46 mld PLN brutto) wpływy z odszkodowania netto z tytułu utraconych korzyści z tytułu awarii instalacji do produkcji etylenu w Litvinowie, do której doszło w 2015 roku oraz z tytułu uszkodzonej w 2016 roku instalacji w Kralupach.
- 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 20 października 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 44,1 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 103,0 PLN.

Prognoza podstawowych danych w ujęciu rocznym

Podstawowe dane:	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Brent [usd/bbl]	111,6	108,6	99,0	52,4	43,7	53,4	56,4	55,1	54,7	54,8	55,1	55,6	56,1	56,2	56,2
Ural [usd/bbl]	110,3	107,6	97,3	50,6	41,2	51,9	55,4	54,1	53,7	53,8	54,1	54,6	55,1	55,2	55,2
Dyferencjał [usd/bbl]	1,3	1,0	1,7	1,9	2,5	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafinerijna [USD/bbl]*	5,7	3,4	3,4	8,2	5,4	6,5	6,3	6,1	6,0	6,0	5,9	5,8	5,8	5,7	5,6
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	686	730	781	963	961	940	909	894	875	875	875	875	875	875	875
USD/PLN (średni)	3,26	3,16	3,15	3,77	3,94	3,78	3,59	3,57	3,51	3,47	3,47	3,47	3,47	3,47	3,47
USD/PLN (eop)	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,60	3,59	3,57	3,51	3,47	3,47	3,47	3,47	3,47	3,47
EUR/PLN (średni)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,29	4,37	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
EUR/USD (średni)	1,28	1,33	1,33	1,11	1,11	1,13	1,19	1,22	1,25	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27
Cena produktów raf. [USD/t]:															
Benzyna	1 037	987	915	570	456	546	565	550	547	548	550	555	559	560	560
ON	985	943	862	506	406	499	525	515	512	512	515	519	523	523	523
COO	631	592	528	257	208	297	313	301	295	292	291	291	292	289	286
Benzyna surowa	936	901	842	464	383	474	503	492	489	490	492	496	501	501	501
Marża na produktach [USD/t]**:															
Benzyna	189	163	165	173	122	141	138	133	133	133	133	134	134	134	134
ON	138	120	112	110	72	93	98	98	98	98	98	98	98	98	98
COO	-217	-232	-222	-140	-125	-109	-114	-116	-119	-122	-126	-130	-133	-136	-140
Cena produktów petchem. [EUR/t]:															
Etylen	1 037	1 010	915	925	838	1 004	916	870	858	854	856	859	862	863	863
Propylen	1 006	1 049	1 068	801	628	857	779	759	761	757	759	762	766	766	766
Benzen	1 015	996	980	640	610	749	681	662	650	646	648	652	655	656	656
PX	1 114	1 050	850	695	628	676	663	644	637	633	635	638	641	642	642
PCW	1 071	861	853	877	870	960	888	866	867	865	866	867	869	869	869
HDPE	1 419	1 417	1 369	1 451	1 421	1 386	1 435	1 389	1 351	1 347	1 349	1 352	1 356	1 356	1 356
PP	1 400	1 383	1 431	1 322	1 157	1 311	1 245	1 226	1 208	1 204	1 206	1 209	1 212	1 213	1 213

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

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mld PLN]	95,9	99,2	99,4	98,2	99,9	101,4	103,2	105,1	106,5	107,9
EBIT [mld PLN]*	8,38	6,43	6,08	5,76	5,71	5,74	5,71	5,59	5,47	5,43
EBIT LIFO [mld PLN]*	7,67	6,68	6,22	5,88	5,75	5,70	5,65	5,55	5,48	5,43
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mld PLN]	1,59	1,22	1,16	1,09	1,08	1,09	1,08	1,06	1,04	1,03
NOPLAT [mld PLN]*	6,80	5,21	4,93	4,67	4,62	4,65	4,62	4,53	4,43	4,40
Amortyzacja [mld PLN]	2,38	2,57	2,67	2,71	2,75	2,76	2,77	2,78	2,79	2,80
CAPEX [mld PLN]	-4,36	-4,85	-4,35	-4,31	-3,82	-3,56	-2,93	-2,87	-2,81	-2,80
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]*	0,21	-0,10	-0,07	-0,08	0,03	-0,08	-0,04	-0,04	-0,04	-0,06
Odszkodowania netto** [mld PLN]	1,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF [mld PLN]	6,08	2,83	3,17	2,98	3,58	3,77	4,42	4,39	4,37	4,32
DFCF [mld PLN]	5,98	2,56	2,64	2,28	2,52	2,44	2,63	2,39	2,18	1,98
Suma DFCF [mld PLN]	27,61									
Wartość rezydualna [mld PLN]	54,58	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	25,02									
Wartość firmy EV [mld PLN]	52,63									
Dług netto 2016 [mld PLN]	3,50									
Dywidenda 2017 [mld PLN]	1,28									
Udziały mniejszości [mld PLN]	3,79									
Wartość kapitału [mld PLN]	44,05									
Ilość akcji [mln szt.]	427,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	103,0									

Przychody zmiana r/r	20,5%	3,4%	0,2%	-1,2%	1,7%	1,6%	1,8%	1,8%	1,4%	1,3%
EBIT zmiana r/r	11,3%	-23,4%	-5,4%	-5,2%	-1,0%	0,5%	-0,5%	-2,1%	-2,1%	-0,8%
FCF zmiana r/r	41,6%	-53,5%	12,1%	-6,0%	20,3%	5,1%	17,4%	-0,8%	-0,4%	-1,0%
Marża EBITDA	11,2%	9,1%	8,8%	8,6%	8,5%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,6%
Marża EBIT	8,7%	6,5%	6,1%	5,9%	5,7%	5,7%	5,5%	5,3%	5,1%	5,0%
Marża NOPLAT	7,1%	5,3%	5,0%	4,8%	4,6%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%
CAPEX / Przychody	4,6%	4,9%	4,4%	4,4%	3,8%	3,5%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%
CAPEX / Amortyzacja	182,9%	188,6%	163,1%	159,4%	138,9%	129,1%	105,9%	103,5%	101,0%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-1,3%	3,0%	29,9%	-6,9%	-1,7%	4,9%	2,1%	2,4%	2,5%	4,6%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	88,1%	90,3%	92,6%	95,1%	96,9%	98,6%	99,0%	99,5%	99,7%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	11,9%	9,7%	7,4%	4,9%	3,1%	1,4%	1,0%	0,5%	0,3%	0,0%
WACC	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	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, **płatność z Litvinova i Kralup + dalsze oczekiwane wpływy z Litvinova minus podatek

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	96,5	102,1	109,1	117,9	129,5	145,2	168,0	203,8	268,2
	0,8	91,2	96,1	102,1	109,7	119,4	132,3	150,4	177,6	222,9
	0,9	86,4	90,7	95,9	102,4	110,6	121,4	136,0	157,2	190,4
	1,0	81,9	85,8	90,4	96,0	103,0	112,0	124,0	140,9	166,1
	1,1	77,9	81,3	85,3	90,2	96,2	103,9	113,9	127,5	147,2
	1,2	74,2	77,2	80,8	85,0	90,3	96,8	105,2	116,4	132,0
	1,3	70,8	73,4	76,6	80,3	84,9	90,5	97,6	106,9	119,6

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	102,3	108,8	116,9	127,4	141,3	160,8	190,0	238,7	336,1
	4%	91,2	96,1	102,1	109,7	119,4	132,3	150,4	177,6	222,9
	5%	81,9	85,8	90,4	96,0	103,0	112,0	124,0	140,9	166,1
	6%	74,2	77,2	80,8	85,0	90,3	96,8	105,2	116,4	132,0
	7%	67,6	70,0	72,8	76,1	80,1	84,9	91,0	98,8	109,2
	8%	61,9	63,8	66,1	68,7	71,8	75,5	80,0	85,6	92,9
	9%	56,9	58,5	60,3	62,4	64,8	67,7	71,2	75,4	80,7

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	168,3	158,3	149,3	141,3	134,0	127,3	121,3	115,7	110,6
	4%	146,6	136,3	127,3	119,4	112,3	105,9	100,2	95,0	90,3
	5%	129,5	119,4	110,6	103,0	96,2	90,3	84,9	80,1	75,7
	6%	115,7	105,9	97,5	90,3	83,9	78,3	73,3	68,8	64,8
	7%	104,4	95,0	87,0	80,1	74,1	68,8	64,2	60,1	56,4
	8%	95,0	85,9	78,3	71,8	66,1	61,2	56,9	53,1	49,6
	9%	87,0	78,3	71,0	64,8	59,5	54,9	50,9	47,3	44,1

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2017-2019 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE. Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla każdego roku przyjąłmy wagę 33%. Porównując wyniki PKN ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 47,3 mld PLN mln PLN, co odpowiada 110,6 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%.

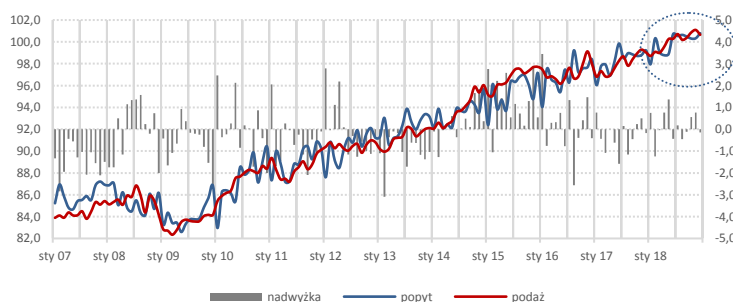
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Lotos	7,4	10,3	7,2	4,8	4,9	4,0
MOL	8,4	8,8	8,5	4,3	4,1	3,9
OMV	11,6	14,5	14,6	4,2	4,2	4,1
Tupras-Turkiye	7,8	9,1	9,5	6,4	6,8	7,1
Neste Oil	14,7	14,9	14,7	8,1	8,4	8,1
Mediana	8,4	10,3	9,5	4,8	4,9	4,1
PKN Orlen	7,5	11,9	12,4	4,4	5,5	5,5
Premia/dyskonto	-10,5%	15,8%	31,0%	-8,3%	11,3%	34,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	135,0	104,3	92,2	131,6	109,0	91,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		110,5			110,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	110,6					

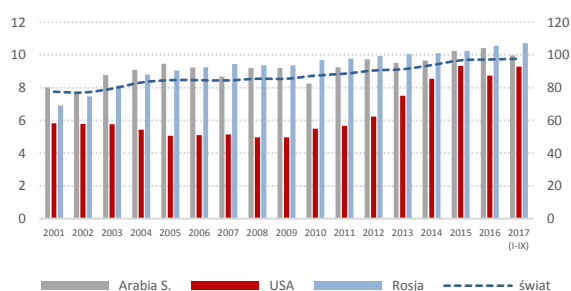
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Lotos – prognozy BDM; wyniki raportowane

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

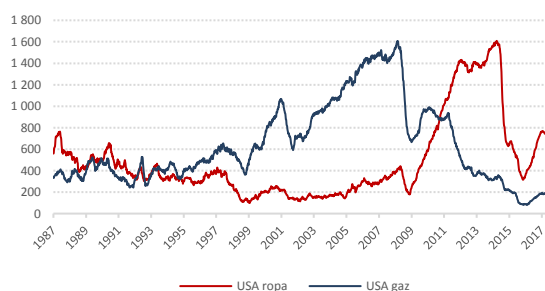
Popyt i podaż ropy na świecie [mln bbl/d]



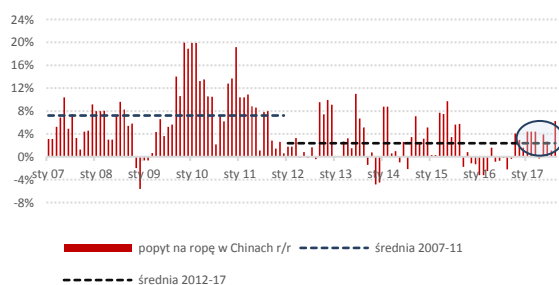
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, świat = skala prawa
Liczba aktywnych wiertni w USA

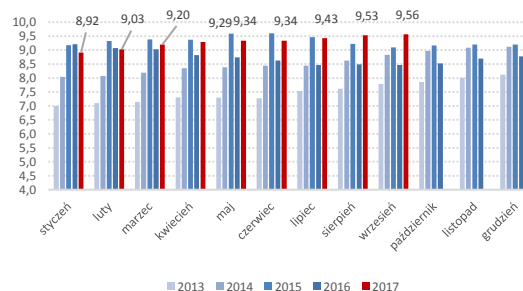


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r

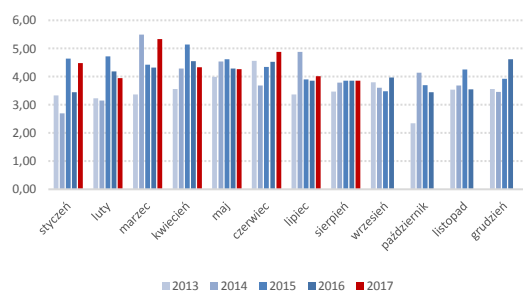


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

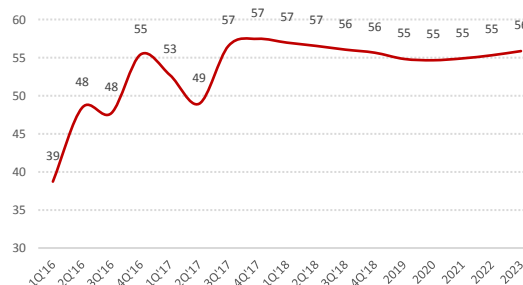
Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Eksport diesla z Rosji [mln t]

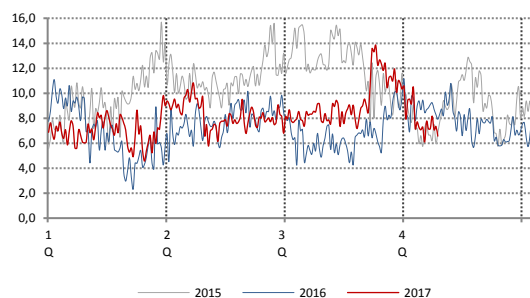


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Krzywa kontraktów futures na ropę Brent – cena na koniec okresu [USD/bbl]

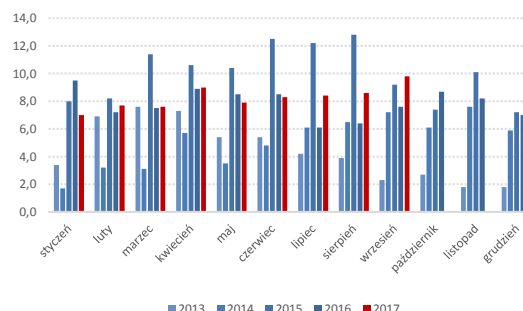


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



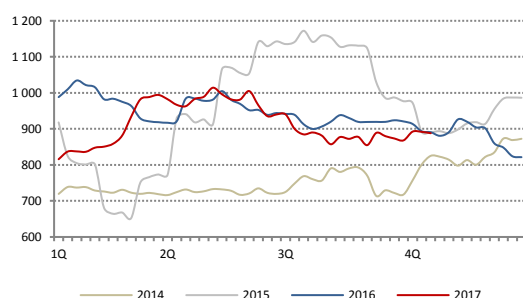
Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl] – porównanie r/r



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

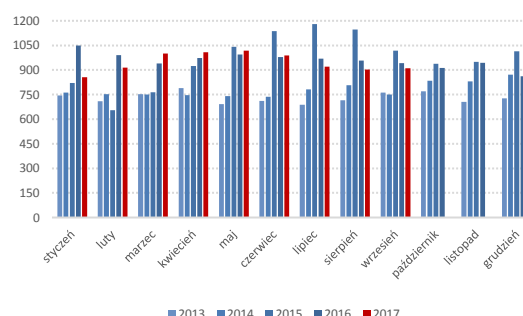
Marża = 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent

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



Źródło: BDM S.A., spółka

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

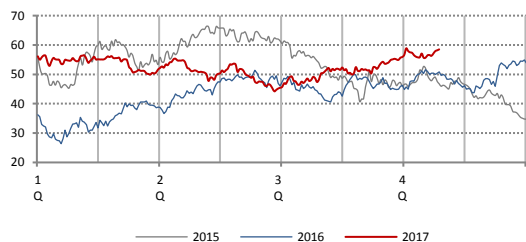


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, marża=44% HDPE + 7% LDPE + 35% PP Homo + 12% PP Copo - (75% nafta + 25% LS VGO)

Źródło: BDM S.A., spółka

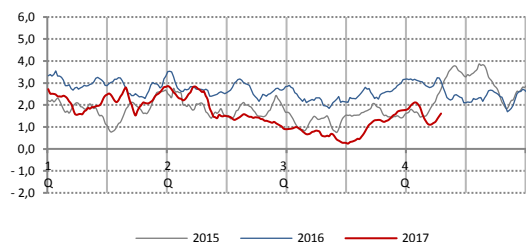
- W 3Q'17 marża rafineryjna z dyferencjałem była wyraźnie wyższa w ujęciu r/r i wyniosła (z dyferencjałem) 8,9 USD/bbl vs 6,7 USD/bbl rok wcześniej. Mimo niższego kursu USD/PLN (3,63 vs 3,89) wzrost marży po przeliczeniu na PLN był wyraźny (do 32,4 USD/bbl z 26,0 PLN/bbl rok temu), aczkolwiek porównywalny z 2Q'17 (32,3 USD/bbl). Okres 3Q'17 przyniósł wyraźnie niższe r/r i q/q marże w segmencie petrochemicznym: 911 EUR/t vs 957 EUR/t w 3Q'16 i 1004 EUR/t w 2Q'17. W detalu relatywnie niskie ceny paliw nadal powinny sprzyjać konsumpcji, jednak sam poziom marż detalicznych w 3Q'17 nie był zbyt dobry.
- Marże rafineryjne szczególnie dobre były we wrześniu, gdy zadziałał efekt huraganu Harvey oraz wyraźnie poprawił się dyferencjał Brent-Ural (efekt m.in. przestojów rafinerii skandynawskich).
- Na początku 4Q'17 wpływu efektu anomalii pogodowych na marże rafineryjne wyparował. Relatywnie najmniej spadły na razie marże na dieslu (efekt niskich zapasów), jednak całościowa marża modelowa Orlenu z dyferencjałem jest obecnie niższa o ok. 0,4 USD/bbl r/r i 1,3 USD/bbl q/q, głównie przez presję na lekkich i ciężkich destylatach.
- Chociaż poprawił się w stosunku do średniej z 3Q'17 (jedynie wrzesień był relatywnie dobry), to nadal niższy r/r pozostaje dyferencjał B-U.
- Warto zwrócić uwagę, że w końcówce 2016 roku kurs USD/PLN przekraczał poziom 4,0, obecnie jest 10% niżej.
- Według naszych szacunków pewną poprawę w stosunku do słabego września można zauważyć na marży hurtowej na dieslu (nadal jest to jednak poziom niższy r/r – przy czym rynek był wtedy bardzo chłonny ze względu na pierwsze miesiące realnego ograniczania szarej strefy).
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) jest obecnie w okolicy 6 USD/bbl, podczas gdy rok temu o tej porze oscylował w okolicy 0 USD/bbl.
- Ceny gazu na rynkach europejskich po słabym przełomie 2/3Q'17 obecnie wyraźnie rosną i są nawet wyższe r/r (dla przypomnienia w zeszłym roku dość wcześnie spekulowano o mroźniejszej zimie). O marży pet-chem piszemy w kolejnym akapicie.

Brent [USD/bbl] – r/r

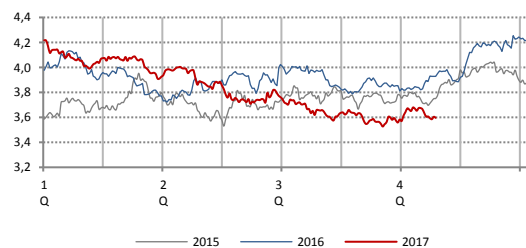


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

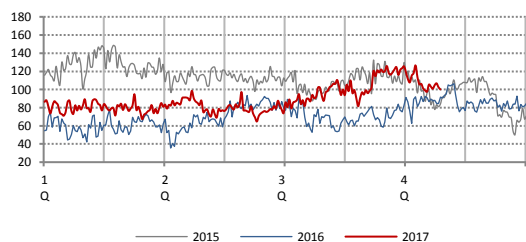
Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl, średnia 5-dni] r/r



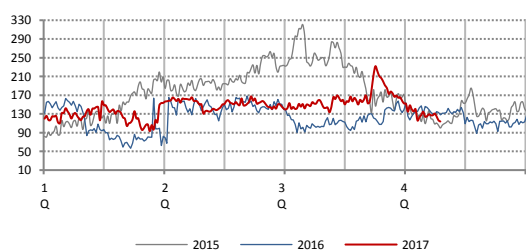
Źródło: BDM S.A., Neste Oil
USD/PLN



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

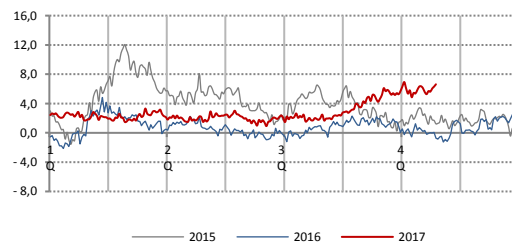


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna marża [USD/t] r/r – spot



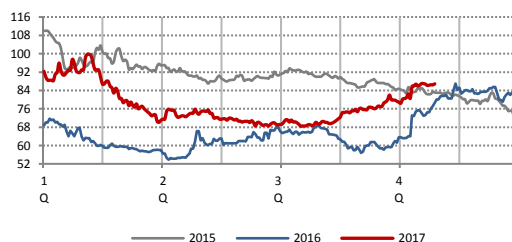
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r

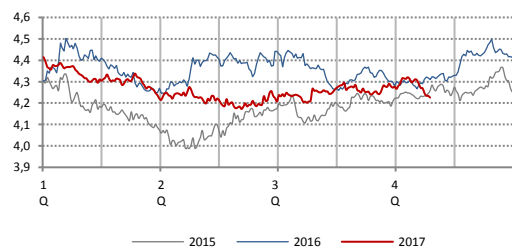


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

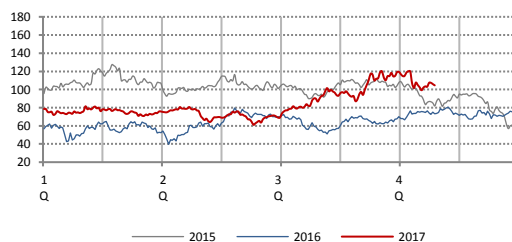
Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]



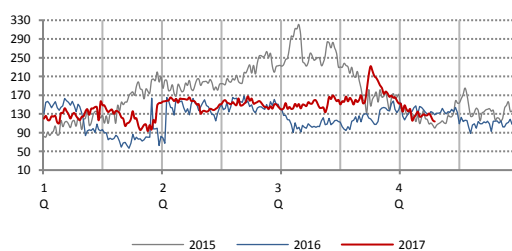
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/PLN



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

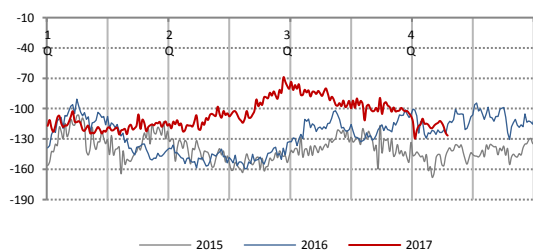


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna marża [USD/t] r/r – futures 1M, NWE

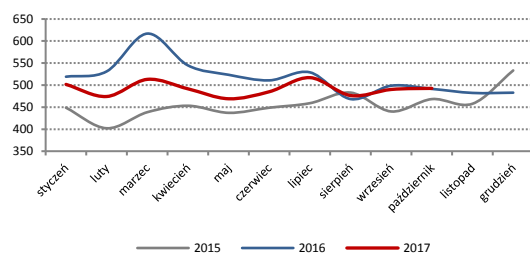


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

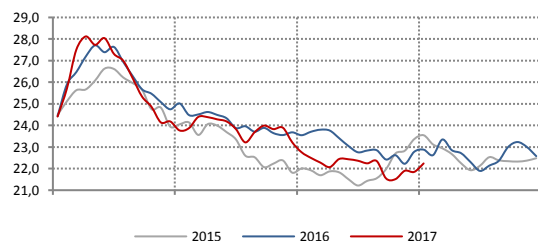
COO marża [USD/t] r/r – spot



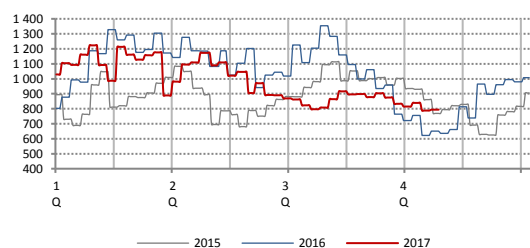
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp
Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]

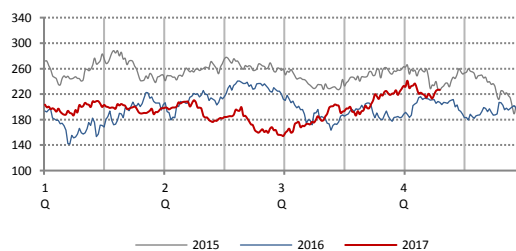


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Zapasy benzyny w portach ARA [tys t]

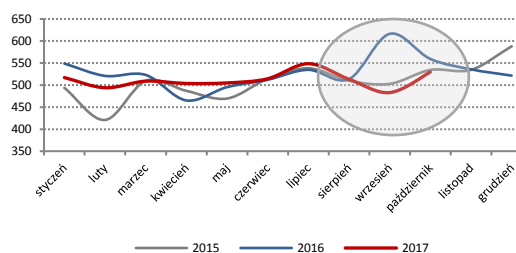


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

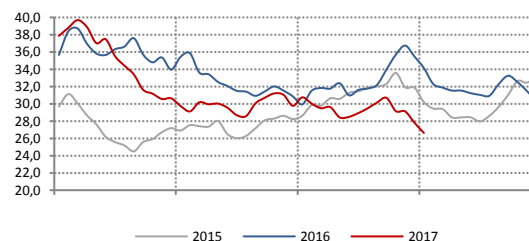
Spread ON - COO [USD/t] r/r



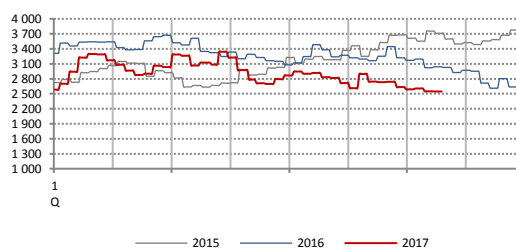
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp
ON – zapasy/popyt USA [dni]



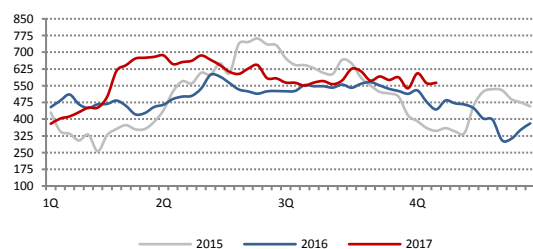
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Zapasy diesla w portach ARA [tys t]



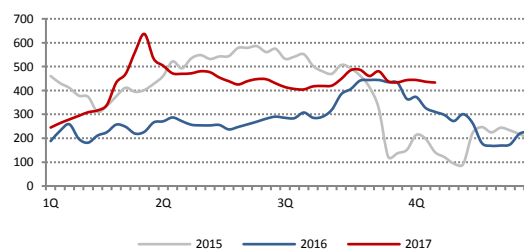
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- Marża petrochemiczna we wrześniu wyraźnie spadła r/r (910 EUR/t vs 942 EUR/t), natomiast lekko się poprawiła m/m (w sierpniu było 903 EUR/t). W skali całego 3Q'17 marża wyniosła 911 EUR/t vs 957 EUR/t rok temu. Na początku października kontynuowany jest lekki trend wzrostowy (poprawa m/m o kilkanaście EUR/t), co można wiązać m.in. z pewnym umocnieniem USD vs EUR (wzrost konkurencyjności europejskich producentów). Końcówka 2016 roku nie była zbyt mocna (średnia 906 EUR/t).
- Marże wyglądają dobrze na etylenie i propylenie. Przeciętnie na benzenie. Nieco słabiej jest w dalszej części łańcucha produkcyjnego (polietylen, polipropylen czy PTA).

Marża etylen – nafta [EUR/t]

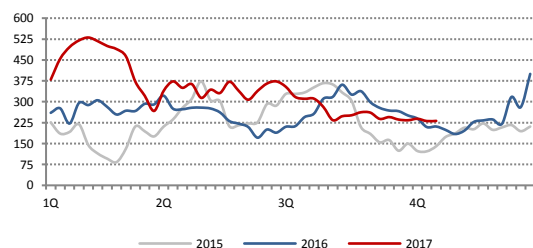


Marża propylen – nafta [EUR/t]



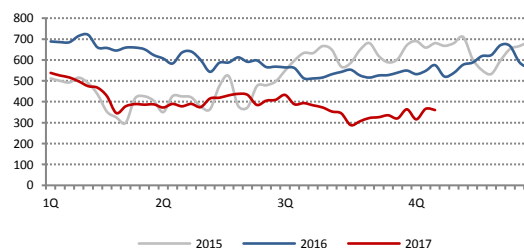
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża benzen – nafta [EUR/t]



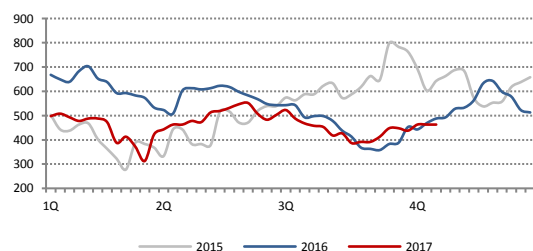
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polietylen – etylen [EUR/t]



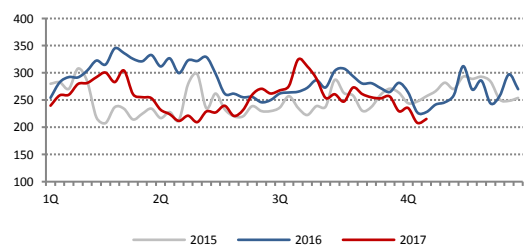
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polipropylen – propylen [EUR/t]



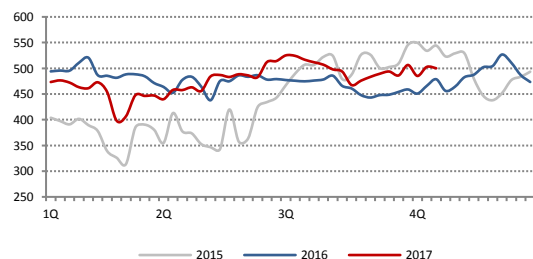
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża PTA – nafta [EUR/t]



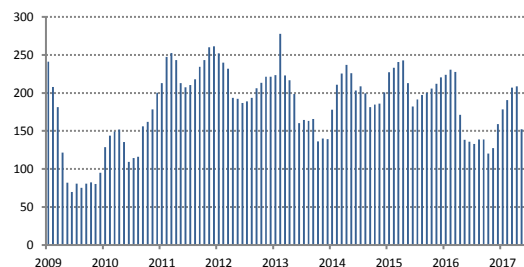
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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'17 ORAZ PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 3Q'2017 [mln PLN]

	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	3Q'17P BDM	odchyl.	3Q'17P kons	odchyl.	zakres	2015
Przychody ze sprzedaży	21 083	24 730	17,3%	29 139	-15,1%	25 365	-2,5%	23 509 - 29 139	88 336
EBITDA	2 311	2 890	25,1%	3 317	-12,9%	3 242	-10,9%	2 743 - 3 461	6 235
EBITDA LIFO	2 224	2 997	34,8%	3 287	-8,8%	-	-	-	7 745
EBITDA LIFO skoryg*	1 875	2 756	47,0%	3 287	-16,2%	3 263	-15,5%	2 843 - 3 435	10 376
EBIT	1 774	2 274	28,2%	2 717	-16,3%	2 637	-13,8%	1 985 - 2 889	4 340
EBIT LIFO	1 687	2 381	41,1%	2 687	-11,4%	-	-	-	5 850
EBIT LIFO skoryg*	1 338	2 140	59,9%	2 687	-20,4%	2 679	-20,1%	2 273 - 2 863	8 481
Zysk (strata) brutto	1 927	2 060	6,9%	2 635	-21,8%	-	-	-	3 698
Zysk (strata) netto	1 527	1 603	5,0%	1 934	-17,1%	1 957	-18,1%	1 405 - 2 154	2 837
Marża EBITDA	11,0%	11,7%		11,4%		12,8%			7,1%
Marża EBITDA LIFO	10,5%	12,1%		11,3%		-			8,8%
Marża EBITDA LIFO skoryg	8,9%	11,1%		11,3%		12,9%			11,7%
Marża EBIT	8,4%	9,2%		9,3%		10,4%			4,9%
Marża zysku netto	7,2%	6,5%		6,6%		7,7%			3,2%

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

Wyniki i prognozy** wg segmentów w ujęciu kwartalnym 2015-2017 [mln PLN]

	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	2017P
Przychody	106 832	20 005	24 776	23 468	20 087	88 336	16 213	19 355	21 083	22 902	79 553	22 875	23 025	24 730	25 224	95 854
EBITDA	-2 720	1 662	2 627	1 625	321	6 235	993	2 999	2 311	3 339	9 642	2 838	2 701	2 890	3 109	11 538
EBITDA LIFO	-147	1 899	2 458	1 959	1 429	7 745	1 930	2 590	2 224	2 813	9 557	2 319	3 045	2 997	2 467	10 828
EBITDA LIFO skoryg*	5 021	2 077	2 876	3 361	2 062	10 376	1 813	1 856	1 875	2 457	8 001	2 134	2 702	2 756	2 467	10 059
rafineria	1 829	1 282	1 710	2 047	1 404	6 443	1 063	1 086	972	1 774	4 895	1 060	1 279	1 462	1 403	5 204
petrochemia	2 175	663	1 002	908	452	3 025	638	470	378	292	1 778	798	904	851	750	3 303
detal	1 444	281	347	546	382	1 556	300	444	638	450	1 832	372	580	616	464	2 032
inne/korekta salda	164	-14	-25	-20	9	-50	-37	20	30	104	117	45	83	-35	29	122
korporacyjne	-591	-135	-158	-120	-185	-598	-151	-164	-143	-163	-621	-141	-144	-138	-179	-602
EBIT	-4 711	1 210	2 163	1 156	-189	4 340	478	2 491	1 774	2 789	7 532	2 276	2 120	2 274	2 484	9 154
Zysk (strata) brutto	-6 246	1 034	1 951	1 055	-342	3 698	434	2 036	1 927	2 490	6 887	2 539	2 123	2 060	2 710	9 432
Zysk (strata) netto	-5 811	756	1 367	795	-81	2 837	337	1 608	1 527	1 789	5 261	1 920	1 541	1 603	1 804	6 868

Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o LIFO oraz saldo pozostałej działalności operacyjnej, a także inne raportowane przez spółkę zdarzenia uznane za jednorazowe, **prognozy wyników nie uwzględniają rozpoznania dodatkowych 0,5 mld PLN za uszkodzoną instalację w Litvinowie (kwota natomiast jest ujęta w wycenie DCF).

Wyniki za 3Q'17

- W 3Q'17 skorygowana EBITDA LIFO wyniosła 2,76 mld PLN, czyli wyraźnie słabiej niż w naszej prognoza i konsensus. Na saldzie pozostałej działalności operacyjnej (+0,04 mld PLN) na plus zaksięgowano m.in. uzyskane kary za budowę CCGT we Włocławku (+49 mln PLN) a na minus odpisy aktywów w upstreamie (-43 mln PLN). Raportowana EBITDA LIFO była wsparta przez ok. 200 mln PLN odwrócenia odpisów na zapasach (NRV).
- Oczyszczona EBITDA LIFO w 3Q'17 wg segmentów. Rafineria: 1,46 mld PLN – główne źródło rozczarowania - wynik okazał się lepszy r/r, jednak biorąc pod uwagę otoczenie makro oczekiwania mogły być o 0,3-0,4 mld PLN wyższe (zaważył spadek marż hurtowych we wrześniu oraz przestoje w tym miesiącu, który charakteryzował się najwyższymi marżami). Petrochemia: 0,85 mld PLN – wynik zdecydowanie lepszy r/r ze względu na niską bazę, wynikającą z awarii w Litvinowie. Detal: 0,62 mld PLN - zatrzymanie wzrostowej ścieżki wyników ze względu na presję na marże detaliczne.
- Na raportowany wynik netto w 3Q'17 lekko negatywny wpływ miały wycena zapasów (efekt LIFO) oraz różnice kursowe.
- Oczekiwana jeszcze obecnie warunkowa kwota odszkodowań za Litvinov to blisko 0,5 mld PLN (zarówno do zaksięgowania w wynikach jak i gotówkowego otrzymania).
- Dług netto po 3Q'17 wynosił 0,7 mld PLN (razem z leasingiem finansowym). Świetny cash flow operacyjny w 3Q'17: +3,0 mld PLN. CAPEX po 1-3Q'17: 2,9 mld PLN – według zapowiedzi spółka nie realizuje już w tym roku prognozowanego wcześniej poziomu >5 mld PLN (natomiast taka kwota podtrzymywany jest do wykonania w przyszłym roku).

Perspektywy na kolejne okresy

- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom ok 55-56 USD/bbl. Długoterminowy dyferencjał Brent - Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl. Tabela ze szczegółowymi założeniami makro dla poszczególnych lat znajduje się na stronie 6 raportu.

- W 4Q'17 spodziewamy się spadku marży rafineryjnej w ujęciu q/q i r/r (do 7,5 USD/bbl) oraz minimalnie lepszej q/q i r/r marży petrochemicznej (914 EUR/t).
- Zakładamy, że zarówno w oczyszczona EBITDA LIFO spółki zatrzyma swój trend wzrostowy. Sezonowo wolumeny produkcji w 4Q'17 będą niższe q/q. Automatycznie przy słabszym poziomie marży rafineryjnej w PLN (i nawet według naszych szacunków pewnej poprawie w stosunku do słabego września marż hurtowych na dieslu) trudno będzie o wypracowanie porównywalnej q/q oczyszczonej EBITDA LIFO. Równocześnie baza w 4Q'17 (2,46 mld PLN) nie jest już tak niska jak w poprzednich kwartałach (od końcówki 2016 roku działał już steam cracker w Litvinowie, bardzo sprzyjający był też kurs USD/PLN), co stawia znak zapytania przy możliwości utrzymania wzrostowej dynamiki r/r oczyszczonej EBITDA LIFO.
- W przypadku wyniku raportowanego poziomu spółka ma jeszcze w zanadru do rozpoznaniu ok. 0,5 mld PLN potencjalnego odszkodowania za steam cracker, przy czym powinno to być już naszym zdaniem uwzględniane w wycenie przez rynek.
- Obecnie narastająca za 4Q oczyszczona EBITDA LIFO wynosi 10,0 mld PLN. Zakładamy, że w całym 2017 roku spółka wypracuje 10,1 mld PLN. Taki poziom jest powyżej celu (głównie efekt czynników makro), który w strategii określono na średnio 8,8 mld PLN w latach 2017-18. Od 4Q'17 poprawa wyników r/r będzie stawiać się już wymagającym zadaniem (m.in. zanik efektu bazy na ograniczeniu szarej strefy i powrocie mocy produkcyjnych w Czechach, mniej korzystny kurs USD).
- Średnia EBITDA LIFO w latach 2019-26 w naszych prognozach skalkulowana jest na poziomie ponad 8,5 mld PLN. W odniesieniu do średniego poziomu 8,8 mld PLN w latach 2017-18 zawartego w strategii, zwracamy uwagę, że zakładamy umocnienie PLN vs USD (w strategii jest 3,88 vs 3,49 w długim terminie w naszym modelu opartym o krzywą forward).
- Obecny konsensus Bloomberg na poziomie EBITDA'18 wynosi 9,1 mld PLN. Trudno nam powiedzieć, które dokładnie wyniki dodane są do konsensusu: EBITDA czy EBITDA LIFO - rozstrzał pomiędzy poszczególnymi prognozami jest dość spory (od 6,9 mld PLN do 11,1 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).
- W wynikach raportowanych ujmujemy rozpoznanie jedynie dotychczasowych pozostałych przychodów operacyjnych z tytułu odszkodowań (Litvinov, Kralupy). Na bazie posiadanych polis ubezpieczeniowych oraz szacunków Unipetrol zakłada jeszcze pokrycie przez ubezpieczycieli kosztów w kwocie blisko 0,5 mld PLN (kwota jest przez nas ujęta w modelu DCF w osobnej pozycji).
- Zmiana naszych prognoz w stosunku do poprzedniej rekomendacji to głównie efekt przyjęcia nieco wyższych założeń dotyczących realizowanych marż przy niższym kursie USD/PLN.

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

	2017P			2018P			2019P		
	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Brent [USD/bbl]	50,0	53,4	6,8%	49,8	56,4	13,3%	51,2	55,1	7,6%
Marża rafineria z dyf. [USD/bbl]	7,5	8,1	7,4%	7,1	7,3	2,4%	7,0	7,1	1,1%
Marża pet-chem [EUR/t]	946	940	-0,7%	894	909	1,7%	865	894	3,3%
USD/PLN	3,88	3,78	-2,6%	3,81	3,59	-5,7%	3,77	3,57	-5,3%
Przychody	94 849	95 854	1,1%	95 519	99 152	3,8%	98 163	99 394	1,3%
EBITDA	9 492	11 538	21,6%	9 577	8 999	-6,0%	9 082	8 750	-3,7%
EBITDA LIFO	9 857	10 828	9,9%	9 359	9 257	-1,1%	9 006	8 885	-1,3%
EBITDA LIFO skoryg	9 672	10 059	4,0%	9 359	9 257	-1,1%	9 006	8 885	-1,3%
EBIT	7 201	9 154	27,1%	7 115	6 425	-9,7%	6 531	6 081	-6,9%
Zysk brutto	7 552	9 432	24,9%	6 887	6 239	-9,4%	6 420	5 987	-6,7%
Zysk netto	5 378	6 868	27,7%	4 865	4 342	-10,8%	4 512	4 167	-7,6%
Marża EBITDA	10,0%	12,0%		10,0%	9,1%		9,3%	8,8%	
Marża EBIT	7,6%	9,5%		7,4%	6,5%		6,7%	6,1%	
Marża zysku netto	5,7%	7,2%		5,1%	4,4%		4,6%	4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 19/06/2017

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2017P kons.	2017P BDM	odchyl.	2018P kons.	2018P BDM	odchyl.	2019P kons.	2019P BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	93 634	95 854	2,4%	97 731	99 152	1,5%	101 878	99 394	-2,4%
EBITDA LIFO skoryg.	-	10 059	-	-	9 257	-	-	8 885	-
EBITDA LIFO	-	10 828	-	-	9 257	-	-	8 885	-
EBITDA	9 984	11 538	15,6%	9 055	8 999	-0,6%	8 949	8 750	-2,2%
EBIT	8 089	9 154	13,2%	6 650	6 425	-3,4%	6 305	6 081	-3,6%
Zysk netto	5 923	6 868	16,0%	4 841	4 342	-10,3%	4 672	4 167	-10,8%
Dług (gotówka) netto	1 227	-620	-	697	-2 090	-	-193	-3 613	-
Marża EBITDA	10,7%	12,0%		9,3%	9,1%		8,8%	8,8%	
Marża EBIT	8,6%	9,5%		6,8%	6,5%		6,2%	6,1%	
Marża zysku netto	6,3%	7,2%		5,0%	4,4%		4,6%	4,2%	

Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus na 18/10/2017)

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

Data rekomendacji	2017P	2018P	zmiana r/r	2019P	zmiana r/r
2017-10-18	9,71	8,44	-13,1%	8,89	5,4%
2017-10-18	9,76	9,28	-4,9%	-	-
2017-10-13	10,52	11,09	5,4%	10,10	-8,9%
2017-10-13	10,28	8,87	-13,7%	-	-
2017-10-09	11,20	10,53	-6,0%	10,32	-2,0%
2017-10-06	10,22	6,88	-32,6%	6,64	-3,5%
2017-10-02	10,22	9,14	-10,6%	9,42	3,0%
2017-09-04	10,22	10,15	-0,7%	10,77	6,1%
2017-08-01	8,81	8,53	-3,2%	8,18	-4,2%
2017-07-21	8,00	7,93	-0,8%	8,07	1,7%
2017-07-20	9,83	7,53	-23,4%	8,15	8,3%
2017-07-05	10,70	9,74	-9,0%	9,10	-6,5%
2017-06-30	9,49	9,58	0,9%	9,08	-5,2%
2017-05-26	10,82	9,08	-16,1%	-	-

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Główne założenia strategii 2017-2021

- Opublikowana w połowie grudnia 2016 roku strategia rozwoju obejmuje lata 2017-2021. W związku z dużą zmiennością parametrów makroekonomicznych konkretne cele finansowe i operacyjne zaprezentowano na lata 2017-2018. Jednocześnie spółka deklaruje, że będzie cyklicznie aktualizować i komunikować plany na kolejne okresy.
- Orlen w latach 2017-2018 planuje średniorocznie 8,8 mld PLN EBITDA LIFO i CAPEX na poziomie 5,4 mld PLN (60% wydatków to Polska, 24% Czechy). Spółka zakłada prawie porównywalną z okresem 2014-16 marżę rafineryjną liczoną z dyferencjałem oraz niższą marżę petrochemiczną. Zakładana średnia cena ropy w okresie 2017-18 to 55 USD/bbl. Zakładany przerób ropy w 2018 roku to 32,8 mln ton. Wydobycie ma wzrosnąć w 2018 roku do 15,7 tys boe/d.
- Zarząd zadeklarował utrzymanie polityki dywidendowej zakładającej systematyczny wzrost wypłacanej dywidendy na akcję (w 2016 roku było to 2,0 PLN/akcję, propozycja za 2017 rok to 3,0 PLN/akcję).

Założenie strategii vs prognozy DM BDM [mld PLN]

	2014-16 średnia	cel 2017-18 spółka	2017-18 BDM	2019-26 BDM
EBITDA LIFO*	7,8	8,8	9,7	8,5
downstream	6,7	7,6	8,1	6,8
detal	1,6	1,8	2,1	2,3
wydobycie	0,1	0,3	0,2	0,1
koszty korporacyjne	-0,6	-0,9	-0,6	-0,8
CAPEX	4,6	5,4	4,6	3,4
downstream	-	3,3	3,1	0,7
detal	-	3,7	3,1	2,3
wydobycie	-	0,6	0,7	0,5
koszty korporacyjne	-	0,8	0,6	0,4

Źródło: BDM S.A., spółka, *wynik oczyszczony

Założenie strategii vs prognozy DM BDM

	jednostka	2014-16 średnia	2017-18 spółka	2017-18 BDM	2019-26 BDM
dyferencjał Brent/Ural	USD/bbl	2,0	2,2	1,3	1,0
marża rafineryjna z dyferencj.	USD/bbl	7,7	7,5	7,7	6,9
marża pet-chem	EUR/t	902	793	924	877
ropa Brent	USD/bbl	65	55	55	55
gaz ziemny w PL	EUR/MWh	19,8	15,7	18,5	17,5
energia elektryczna w PL	PLN/MWh	164	158	166	165
USD/PLN	-	3,62	3,88	3,69	3,49
EUR/PLN	-	4,24	4,27	4,27	4,40

Źródło: BDM S.A., spółka

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przerób ropy [tys t]	28 216	27 276	30 909	30 147	32 678	32 701	32 701	31 961	32 701	32 710	32 716	32 726	32 726	32 726
Przychody	113 852	106 832	88 336	79 553	95 854	99 152	99 394	98 184	99 866	101 417	103 224	105 062	106 494	107 906
Downstream	77 303	70 549	56 987	49 202	61 421	62 427	61 550	59 267	59 805	60 011	60 361	60 736	60 739	60 662
Detal	36 461	35 913	31 052	29 841	33 859	36 150	37 285	38 372	39 525	40 870	42 322	43 778	45 205	46 693
Upstream	17	298	215	442	509	510	494	479	471	471	476	483	485	485
Funkcje korporacyjne	71	72	82	68	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
EBIT	332	-4 711	4 340	7 532	9 154	6 425	6 081	5 765	5 707	5 737	5 708	5 590	5 472	5 429
EBIT LIFO	1 000	-2 138	5 850	7 447	8 443	6 682	6 217	5 884	5 753	5 698	5 653	5 548	5 476	5 432
Rafineria	-1 180	-6 133	2 579	3 895	5 442	3 667	3 382	3 159	3 067	3 084	3 042	2 983	2 898	2 859
Rafineria LIFO	-492	-3 716	4 092	4 597	4 718	3 911	3 511	3 272	3 111	3 047	2 990	2 943	2 901	2 863
Petrochemia	1 314	1 299	2 282	2 380	2 979	2 153	2 071	1 936	1 892	1 887	1 878	1 869	1 857	1 847
Petrochemia LIFO	1 294	1 455	2 305	2 411	2 991	2 166	2 077	1 942	1 894	1 885	1 876	1 866	1 857	1 847
Detal	915	1 085	1 171	1 402	1 595	1 682	1 772	1 859	1 940	1 957	1 975	1 920	1 897	1 902
Upstream	-38	-292	-981	-119	-138	-268	-283	-291	-294	-293	-289	-284	-282	-282
Funkcje korporacyjne	-679	-671	-711	-844	-723	-809	-861	-898	-898	-898	-898	-898	-898	-898
Amortyzacja	2 170	1 991	1 895	2 110	2 385	2 574	2 669	2 707	2 747	2 756	2 766	2 777	2 786	2 795
EBITDA	2 502	-2 720	6 235	9 642	11 538	8 999	8 750	8 472	8 455	8 493	8 474	8 366	8 258	8 224
EBITDA LIFO	3 086	-147	7 745	9 557	10 828	9 257	8 885	8 591	8 500	8 455	8 419	8 325	8 261	8 227
EBITDA LIFO adj*	3 369	5 021	10 376	8 001	10 059	9 257	8 885	8 591	8 500	8 455	8 419	8 325	8 261	8 227
Rafineria	719	1 824	6 443	4 895	5 204	4 783	4 436	4 198	4 036	3 972	3 915	3 869	3 826	3 788
Petrochemia	2 043	2 175	3 025	1 778	3 303	2 946	2 896	2 802	2 797	2 797	2 797	2 797	2 797	2 796
Detal	1 278	1 444	1 556	1 832	2 032	2 105	2 200	2 289	2 372	2 389	2 406	2 352	2 329	2 333
Upstream	-26	149	41	205	244	115	98	85	78	78	83	89	91	91
Funkcje korporacyjne	-645	-591	-598	-621	-602	-693	-745	-782	-782	-782	-782	-782	-782	-782
Inne	0	20	-91	-88	-122	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	157	-6 246	3 698	6 887	9 432	6 239	5 987	5 773	5 759	5 784	5 790	5 702	5 612	5 591
Zysk netto**	176	-5 811	2 837	5 261	6 868	4 342	4 167	4 017	4 012	4 036	4 044	3 980	3 911	3 897
Dług netto	4 668	6 810	6 950	3 504	-620	-2 090	-3 613	-4 786	-6 338	-7 770	-9 656	-11 330	-12 836	-14 100
Dług netto/EBITDA LIFO adj	1,4	1,4	0,7	0,4	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-1,4	-1,6	-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

DANE FINANSOWE

Bilans [mld PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2016P
Aktywa trwałe	25,01	27,46	30,38	32,36	34,64	36,32	37,93	39,00	39,80	39,97	40,06	40,09	40,10
Wartości niematerialne i prawne	0,70	1,30	1,38	1,42	1,46	1,49	1,53	1,56	1,58	1,61	1,64	1,66	1,69
Rzeczowe aktywa trwałe	22,64	24,54	27,67	29,61	31,85	33,49	35,07	36,11	36,88	37,02	37,09	37,10	37,08
Pozostałe aktywa trwałe	1,66	1,63	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33
Aktywa obrotowe	21,72	20,68	25,18	30,61	30,05	29,77	28,68	29,17	29,72	31,54	33,10	34,35	35,55
Zapasy	9,83	10,72	11,18	12,41	11,84	11,59	11,20	11,26	11,37	11,49	11,58	11,53	11,58
Należności krótkoterminowe	7,09	6,64	8,67	9,84	9,58	9,43	9,16	9,24	9,34	9,45	9,55	9,55	9,62
Inwestycje krótkoterminowe	4,80	3,32	5,32	8,36	8,63	8,75	8,32	8,67	9,01	10,59	11,97	13,27	14,35
-środki pieniężne i ekwiwalenty	3,94	2,35	5,07	8,11	8,38	8,50	8,07	8,42	8,76	10,35	11,72	13,02	14,10
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	46,73	48,14	55,56	62,97	64,69	66,09	66,61	68,17	69,52	71,50	73,16	74,45	75,65
Kapitał (fundusz) własny	18,77	22,17	26,76	33,00	35,85	38,31	40,40	42,28	43,96	45,44	46,64	47,56	48,25
Udziały mniejszości	1,62	2,07	2,52	3,30	4,01	4,69	5,35	6,00	6,65	7,30	7,94	8,58	9,21
Zobowiązania i rezerwy na zob.	26,34	23,89	26,28	26,67	24,83	23,09	20,86	19,89	18,91	18,76	18,58	18,31	18,19
Rezerwy na zobowiązania	1,43	2,13	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
Zobowiązania długoterminowe	11,51	8,84	8,02	6,93	5,73	4,33	2,73	1,52	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
- w tym dług oprocentowany	9,76	8,27	7,59	6,50	5,30	3,90	2,30	1,09	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zobowiązania krótkoterminowe	13,26	12,79	15,81	17,29	16,65	16,32	15,68	15,92	16,03	15,88	15,71	15,44	15,32
- w tym dług oprocentowany	0,99	1,03	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,69	0,39	0,19	0,00
Pasywa razem	46,73	48,14	55,56	62,97	64,69	66,09	66,61	68,17	69,52	71,50	73,16	74,45	75,65
Rachunek zysków i strat [mld PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2016P
Przychody netto ze sprzedaży	106,83	88,34	79,55	95,85	99,15	99,39	98,18	99,87	101,42	103,22	105,06	106,49	107,91
Zysk (strata) na sprzedaży	0,39	5,02	5,78	8,38	6,43	6,08	5,76	5,71	5,74	5,71	5,59	5,47	5,43
EBITDA	-2,72	6,24	9,64	11,54	9,00	8,75	8,47	8,45	8,49	8,47	8,37	8,26	8,22
EBITDA LIFO	-0,15	7,75	9,56	10,83	9,26	8,89	8,59	8,50	8,45	8,42	8,32	8,26	8,23
EBIT	-4,71	4,34	7,53	9,15	6,43	6,08	5,76	5,71	5,74	5,71	5,59	5,47	5,43
EBIT LIFO	-2,14	5,85	7,45	8,44	6,68	6,22	5,88	5,75	5,70	5,65	5,55	5,48	5,43
Saldo działalności finansowej	-1,54	-0,64	-0,65	0,28	-0,19	-0,09	0,01	0,05	0,05	0,08	0,11	0,14	0,16
Zysk (strata) brutto	-6,25	3,70	6,89	9,43	6,24	5,99	5,77	5,76	5,78	5,79	5,70	5,61	5,59
Zyski (straty) mniejszości	-0,02	0,40	0,48	0,77	0,71	0,68	0,66	0,65	0,65	0,65	0,64	0,64	0,63
Zysk (strata) netto	-5,81	2,84	5,26	6,87	4,34	4,17	4,02	4,01	4,04	4,04	3,98	3,91	3,90
CF [mld PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2016P
Przepływy z działalności operacyjnej	3,19	5,35	9,33	9,86	7,90	7,63	7,41	7,46	7,26	7,26	7,18	7,14	7,08
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,02	-4,10	-4,44	-4,33	-4,73	-4,23	-4,19	-3,69	-3,43	-2,79	-2,71	-2,63	-2,60
Przepływy z działalności finansowej	2,08	-2,87	-2,21	-2,49	-2,90	-3,28	-3,65	-3,42	-3,49	-2,89	-3,10	-3,20	-3,40
Przepływy pieniężne netto	1,25	-1,61	2,69	3,04	0,27	0,12	-0,43	0,35	0,34	1,59	1,37	1,31	1,08
Środki pieniężne na początek okresu	2,69	3,94	2,35	5,07	8,11	8,38	8,50	8,07	8,42	8,76	10,35	11,72	13,02
Środki pieniężne na koniec okresu	3,94	2,35	5,07	8,11	8,38	8,50	8,07	8,42	8,76	10,35	11,72	13,02	14,10

Wybrane dane finansowe [mld PLN] i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-9,9%	20,5%	3,4%	0,2%	-1,2%	1,7%	1,6%	1,8%	1,8%	1,4%	1,3%
EBITDA zmiana r/r	54,6%	19,7%	-22,0%	-2,8%	-3,2%	-0,2%	0,5%	-0,2%	-1,3%	-1,3%	-0,4%
EBIT zmiana r/r	73,5%	21,5%	-29,8%	-5,4%	-5,2%	-1,0%	0,5%	-0,5%	-2,1%	-2,1%	-0,8%
Zysk netto zmiana r/r	85,4%	30,5%	-36,8%	-4,0%	-3,6%	-0,1%	0,6%	0,2%	-1,6%	-1,7%	-0,4%
Marża EBITDA	12,1%	12,0%	9,1%	8,8%	8,6%	8,5%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,6%
Marża EBITDA LIFO	12,0%	11,3%	9,3%	8,9%	8,8%	8,5%	8,3%	8,2%	7,9%	7,8%	7,6%
Marża EBIT	9,5%	9,5%	6,5%	6,1%	5,9%	5,7%	5,7%	5,5%	5,3%	5,1%	5,0%
Marża EBIT LIFO	9,4%	8,8%	6,7%	6,3%	6,0%	5,8%	5,6%	5,5%	5,3%	5,1%	5,0%
Marża brutto	8,7%	9,8%	6,3%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%	5,4%	5,3%	5,2%
Marża netto	6,6%	7,2%	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%
ROE	19,7%	20,8%	12,1%	10,9%	9,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	9,5%	10,9%	6,7%	6,3%	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	8,6	7,5	6,3	4,9	3,3	2,1	1,0	0,7	0,4	0,2	0,0
D / (D+E)	15,4%	11,9%	9,7%	7,4%	4,9%	3,1%	1,4%	1,0%	0,5%	0,3%	0,0%
D / E	18,3%	13,5%	10,8%	8,0%	5,2%	3,2%	1,4%	1,0%	0,5%	0,3%	0,0%
Odsetki / EBIT	-8,6%	3,0%	-2,9%	-1,5%	0,1%	0,9%	0,8%	1,4%	2,0%	2,6%	3,0%
Dług / kapitał własny	32,0%	22,7%	17,6%	12,8%	8,1%	4,9%	2,2%	1,5%	0,8%	0,4%	0,0%
Dług netto	3,5	-0,6	-2,1	-3,6	-4,8	-6,3	-7,8	-9,7	-11,3	-12,8	-14,1
Dług netto / kapitał własny	13,1%	-1,9%	-5,8%	-9,4%	-11,8%	-15,0%	-17,7%	-21,2%	-24,3%	-27,0%	-29,2%
Dług netto / EBITDA	0,4	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-1,4	-1,6	-1,7
Dług netto / EBIT	0,5	-0,1	-0,3	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,7	-2,0	-2,3	-2,6
EV	55,2	51,0	49,6	48,1	46,9	45,3	43,9	42,0	40,3	38,8	37,6
Dług / EV	15,5%	14,7%	12,7%	10,2%	7,0%	4,6%	2,3%	1,6%	1,0%	0,5%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,3%	4,6%	4,9%	4,4%	4,4%	3,8%	3,5%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%
CAPEX / Amortyzacja	238,5%	182,9%	188,6%	163,1%	159,4%	138,9%	129,1%	105,9%	103,5%	101,0%	100,3%
Amortyzacja / Przychody	2,7%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
Zmiana KO / Przychody	-1,5%	0,5%	-0,2%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	13,5%	3,1%	-4,8%	-26,3%	3,0%	-4,5%	7,4%	5,2%	4,7%	2,2%	4,3%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	9,8	7,5	11,9	12,4	12,9	12,9	12,8	12,8	13,0	13,2	13,3
P/BV*	1,9	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
P/CE*	7,0	5,6	7,5	7,6	7,7	7,6	7,6	7,6	7,6	7,7	7,7
EV/EBITDA*	5,7	4,4	5,5	5,5	5,5	5,4	5,2	5,0	4,8	4,7	4,6
EV/EBIT*	7,3	5,6	7,7	7,9	8,1	7,9	7,7	7,4	7,2	7,1	6,9
EV/S*	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
BVPS	62,6	77,2	83,8	89,6	94,5	98,9	102,8	106,2	109,0	111,2	112,8
EPS	12,3	16,1	10,2	9,7	9,4	9,4	9,4	9,5	9,3	9,1	9,1
CEPS	17,2	21,6	16,2	16,0	15,7	15,8	15,9	15,9	15,8	15,7	15,6
DPS	2,00	3,00	3,50	4,00	4,50	5,00	5,50	6,00	6,50	7,00	7,50
Payout ratio**	30,1%	24,4%	21,8%	39,4%	46,2%	53,2%	58,6%	63,6%	68,7%	75,2%	82,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 120,8 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, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	103,0	Redukuj	103,0 (w tym DPS = 3,0 PLN)	20.06.2017	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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'17:

Kupuj	3	43%
Akumuluj	2	29%
Trzymaj	1	14%
Redukuj	1	14%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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 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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 20.10.2017 roku (08:40 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 24.10.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informację w niej zawartą 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 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 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 jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 20.10.2017 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 rekomendującą, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktów 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.