



Dom Maklerski BDM S.A.

# PKN ORLEN

## RAPORT ANALITYCZNY

W 2017 kurs PKN Orlen po raz pierwszy w historii przekroczył poziom 100 PLN (maksimum 123 PLN, obecnie 115 PLN). Wycena spółki w 2H'16/1H'17 była wspierana przez kilka czynników: m.in. ograniczenie szarej strefy na rynku paliw w Polsce, popyt na akcje wygenerowany przez PERN, sprzyjający kurs USD/PLN, relatywnie dobre marże w rafinerii czy powrót wysokich marż w pet-chemie, przy odbudowie mocy produkcyjnych w Litwinowie. Obecnie coraz trudniej nam jednak dostrzec kolejne pozytywne impulsy, które mogłyby zaskoczyć rynek. W krótkim terminie, nawet przy zapowiadających się bardzo dobrze wynikach detalu i petrochemii, dostrzegamy ryzyko rozczarowania rynku wynikami rafinerii w 2Q'17 (relatywnie dużo przestojów). W przypadku marż rafineryjnych zwracamy uwagę na zawężenie się dyferencjału Ural/Brent (m.in. wzrost rosyjskiego eksportu diesla kosztem ropy). Dodatkowo kurs USD nie jest już tak korzystny jak jeszcze na przełomie 2016/17, zarówno względem PLN (negatywny wpływ na przeliczenie marży rafineryjnej) jak i EUR (wzrost konkurencyjności produkcji USA vs Europa).

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji Akumuluj z października 2016 roku kurs PKN Orlen wypracował 63% stopę zwrotu, dwuipółkrotnie lepszą niż osiągnięta przez WIG (26%). Obecnie decydujemy się zmienić nasze zalecenie na Redukuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 103,0 PLN (poprzednio 78,0 PLN).

Na koniec 30 czerwca 2017 roku zapowiedziane jest WZA Orlenu, które zdecyduje m.in. o dywidendzie (propozycja zarządu to 3,0 PLN/akcję) oraz zmianach w radzie nadzorczej. Jednocześnie dobiegnie końca kadencja zarządu spółki. Po zmianie rządu w 2015 roku dokonano jedynie częściowych zmian w zarządzie Orlenu, w przeciwieństwie do większości innych giełdowych spółek znajdujących się pod kontrolą Skarbu Państwa. W tym czasie spółka, jako jedna z niewielu, nie zaskakiwała inwestorów podejmowaniem działań poza podstawowym biznesem, a nawet stała się beneficjentem uszczelniania systemu podatkowego.

W 2Q'17 marża rafineryjna z dyferencjałem jest po maju minimalnie słabsza r/r, bardzo dobrze wyglądają natomiast marża petrochemiczna (>1000 EUR/t, spodziewamy się spadku w najbliższym czasie, biorąc pod uwagę powrót mocy produkcyjnych oraz umocnienie EUR vs USD) oraz marże w detalu (niskie ceny paliw sprzyjają popytowi).

Od 4Q'16 oczyszczona EBITDA LIFO spółki znajduje się na ścieżce rosnącej. W 2/3Q'17 oczekujemy dalszej poprawy wyników r/r (głównie w segmencie petrochemicznym), co jednak powinno już uwzględniane w konsensusie. Biorąc natomiast pod uwagę oczekiwane efekty ograniczania szarej strefy, zaskoczeniem in minus w 2Q'17 może okazać się zakładany przez nas brak poprawy EBITDA LIFO rafinerii, ze względu na sporą liczbę przestojów.

Obecnie narastająca za 4Q oczyszczona EBITDA LIFO wynosi 8,3 mld PLN. Zakładamy, że w całym 2017 roku spółka wypracuje 9,7 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 stawać się już wymagającym zadaniem (m.in. zanik efektu bazy na ograniczeniu szarej strefy i powrocie mocy produkcyjnych w Czechach, mniej korzystny kurs USD, zakładany przez nas spadek marż w petrochemii).

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mld PLN]	106,8	88,3	79,6	94,8	95,5	98,2
EBITDA [mld PLN]	-2,7	6,2	9,6	9,5	9,6	9,1
EBITDA LIFO [mld PLN]	-0,1	7,7	9,6	9,9	9,4	9,0
<b>EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]*</b>	<b>5,0</b>	<b>10,4</b>	<b>8,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>
EBIT [mld PLN]	-4,7	4,3	7,5	7,2	7,1	6,5
Zysk netto [mld PLN]	-5,8	2,8	5,3	5,4	4,9	4,5
Dług netto [mld PLN]	6,8	7,0	3,5	2,0	0,5	-1,1
P/BV	2,6	2,2	1,8	1,6	1,4	1,3
P/E	-	17,3	9,3	9,1	10,1	10,9
EV/EBITDA	-	9,0	5,5	5,4	5,2	5,3
EV/EBITDA LIFO	-	7,2	5,5	5,2	5,3	5,3
EV/EBITDA LIFO skoryg.	11,2	5,4	6,6	5,3	5,3	5,3
EV/EBIT	-	12,9	7,0	7,1	7,0	7,4

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

# REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

**WYCENA 103,0 PLN**

19 CZERWCA 2016, 10:43 CEST

Wycena DCF [PLN]	103,0
Wycena porównawcza [PLN]	106,8
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>103,0</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>-10%</b>
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	115,0
Kapitalizacja [mln PLN]	49 187
Ilość akcji [mln. szt.]	427,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	121,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	81,2
Stopa zwrotu za 3 mc	6,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	31,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	76,4%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	27,5%
ING OFE	8,3%
Aviva OFE	7,2%
Pozostali	57,0%

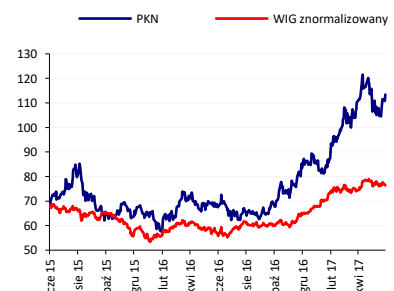
Krzysztof Pado

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.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

**SPIS TREŚCI:**

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
WYCENA DCF .....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	7
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA .....	8
WYNIKI ZA 1Q'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 106,8 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 103,0 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	103,0
Wycena metodą porównawczą	0%	106,8
<b>Wycena 1 akcji PKN Orlen [PLN]</b>		<b>103,0</b>

Źródło: BDM S.A.

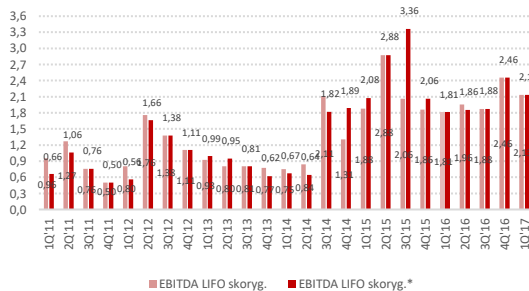
### Kurs PKN vs skoryg. EBITDA LIFO\* [4Q narastająco, mln PLN]



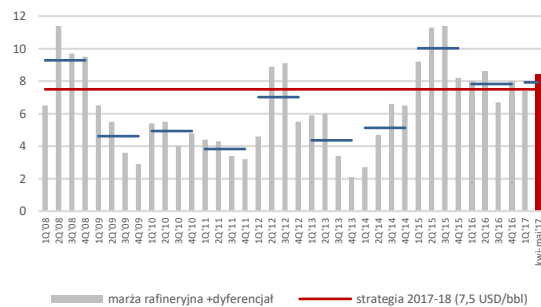
Od 4Q'16 oczyszczona EBITDA LIFO spółki znajduje się na ścieżce rosnącej. Od 4Q'17 baza wynikowa będzie się wyplaszczać (m.in. zanik efektu bazy na ograniczeniu szarej strefy i powrocie mocy produkcyjnych w Czechach, mniej korzystny kurs USD, zakładany przez nas spadek marż w petrochemii). Obecnie narastająca za 4Q oczyszczona EBITDA LIFO wynosi 8,3 mld PLN. Zakładamy, że w całym 2017 roku spółka wypracuje 9,7 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.

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]

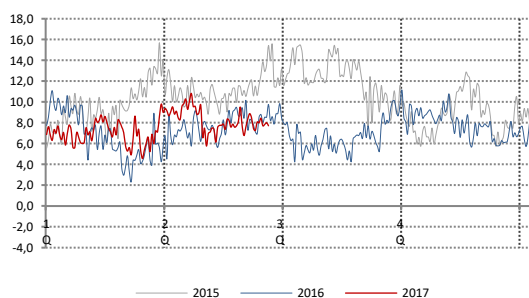


### Modelowa marża rafineryjna + dyferencjał [USD/bbl]



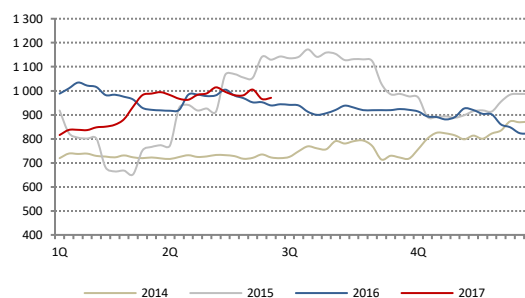
Źródło: BDM S.A., spółka, skoryg.=oczyszczona o saldo PPO/PKO, skoryg.\* = oczyszczona także o inne czynniki

### 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 (poprzednio 1,2).

### Główne założenia modelu:

- Założenie dotyczące przychodów i marż poszczególnych segmentów przedstawiono w osobnych tabelach.
- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward. Długoterminowy dyferencjał Brent – Ural przyjęto na poziomie 1,5 USD/bbl.
- Prognozę cen produktów a tym samym marż przerobowych sporządzono na bazie własnego modelu opartego na cenie ropy. W kilkuletniej perspektywie głównym czynnikiem wpływającym na poziom marż powinien być bilans zamknięć rafinerii w Europie vs wzrost mocy w innych częściach świata (opierających się o dostęp do tańszego surowca czy niższe koszty związane z wynagrodzeniami lub ochroną środowiska). W krótkim terminie marże fluktuują pod wpływem czynników sezonowych (popyt na paliwa, okresy remontów), losowych (awarie dużych jednostek, zdarzenia pogodowe) lub trudnych do przewidzenia (strajki).
- CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji. Wycena nie uwzględnia nowych akwizycji lub dezinvestycji.
- Wycena zakłada kontynuację odkupu części zapasów obowiązkowych przez państwo według ustawy (do odkupu pierwszych transz doszło już w 2015; na koniec 2017 roku obowiązkowe będzie utrzymywanie zapasów na poziomie 53 dni produkcji paliw za poprzedni rok kalendarzowy wobec 76 dni przed zmianami – obydwie wartości powiększa się o 10% rezerwy).
- W wycenie ujmujemy otrzymane w 1Q'17 (0,2 mld PLN) i prawdopodobne wpływy z odszkodowania netto z tytułu utraconych korzyści z tytułu awarii instalacji do produkcji etylenu w Litvinowie, do której doszło w 2015 roku. Na koniec 1Q'17 było to 1,0 mld PLN brutto. Dodatkowo ujmujemy spodziewane odszkodowania z tytułu uszkodzonej w 2016 roku instalacji w Kralupach (blisko 0,2 mld PLN brutto).
- 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 19 czerwca 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	50,0	49,8	51,2	52,5	53,7	55,1	56,3	56,5	56,5	56,5
Ural [usd/bbl]	110,3	107,6	97,3	50,6	41,2	48,2	48,3	49,7	51,0	52,2	53,6	54,8	55,0	55,0	55,0
Dyferencjał [usd/bbl]	1,3	1,0	1,7	1,9	2,5	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]*	5,7	3,4	3,4	8,2	5,4	5,7	5,6	5,5	5,4	5,3	5,2	5,1	5,1	5,0	4,9
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	686	730	781	963	961	946	894	865	846	846	846	846	846	846	846
USD/PLN (średni)	3,26	3,16	3,15	3,77	3,94	3,88	3,81	3,77	3,68	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
USD/PLN (eop)	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,81	3,81	3,77	3,68	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
EUR/PLN (średni)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,34	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38
EUR/USD (średni)	1,28	1,33	1,33	1,11	1,11	1,10	1,14	1,16	1,19	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
<b>Cena produktów raf. [USD/t]:</b>															
Benzyna	1 037	987	915	570	456	507	502	513	524	535	547	557	559	559	559
ON	985	943	862	506	406	467	468	479	488	498	509	518	520	520	520
COO	631	592	528	257	208	265	260	266	271	276	282	286	285	281	278
Benzyna surowa	936	901	842	464	383	449	449	461	471	481	493	502	504	504	504
<b>Marża na produktach [USD/t]**:</b>															
Benzyna	189	163	165	173	122	128	124	126	127	129	130	131	131	131	131
ON	138	120	112	110	72	88	91	91	91	91	92	92	92	92	92
COO	-217	-232	-222	-140	-125	-114	-117	-122	-126	-131	-135	-140	-143	-146	-149
<b>Cena produktów petchem. [EUR/t]:</b>															
Etylen	1 037	1 010	915	925	838	926	862	810	810	814	824	831	833	833	833
Propylen	1 006	1 049	1 068	801	628	779	752	753	767	771	780	788	789	789	789
Benzen	1 015	996	980	640	610	728	655	656	656	660	670	677	679	679	679
PX	1 114	1 050	850	695	628	666	636	637	642	646	656	664	665	665	665
PCW	1 071	861	853	877	870	901	863	838	844	846	850	854	855	855	855
HDPE	1 419	1 417	1 369	1 451	1 421	1 403	1 382	1 330	1 303	1 307	1 317	1 324	1 326	1 326	1 326
PP	1 400	1 383	1 431	1 322	1 157	1 291	1 218	1 219	1 213	1 217	1 227	1 234	1 236	1 236	1 236

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]	94,8	95,5	98,2	98,0	101,3	104,1	106,6	108,2	109,5	110,9
EBIT [mld PLN]*	7,02	7,11	6,53	6,10	6,00	6,00	5,93	5,75	5,71	5,66
EBIT LIFO [mld PLN]*	7,38	6,90	6,45	6,08	5,91	5,87	5,83	5,76	5,71	5,66
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mld PLN]	1,33	1,35	1,24	1,15	1,14	1,14	1,12	1,09	1,08	1,07
NOPLAT [mld PLN]*	5,69	5,77	5,30	4,94	4,86	4,87	4,80	4,66	4,63	4,59
Amortyzacja [mld PLN]	2,29	2,46	2,55	2,59	2,62	2,63	2,64	2,65	2,66	2,67
CAPEX [mld PLN]	-5,05	-4,96	-4,34	-4,31	-3,81	-3,51	-2,82	-2,78	-2,72	-2,68
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]*	-1,14	0,15	-0,06	-0,05	0,02	-0,11	-0,06	-0,05	-0,04	-0,06
Odszkodowania netto** [mld PLN]	1,11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF [mld PLN]	2,90	3,41	3,44	3,17	3,70	3,88	4,56	4,49	4,53	4,52
DFCF [mld PLN]	2,77	3,01	2,79	2,37	2,54	2,44	2,63	2,38	2,20	2,01
Suma DFCF [mld PLN]	25,15									
Wartość rezydualna [mld PLN]	57,03									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	25,43									
Wartość firmy EV [mld PLN]	50,59									
Dług netto 2016 [mld PLN]	3,50									
Udziały mniejszości [mld PLN]	3,02									
<b>Wartość kapitału [mld PLN]</b>	<b>44,06</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	427,7									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>103,0</b>									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%

Przychody zmiana r/r	19,2%	0,7%	2,8%	-0,2%	3,4%	2,8%	2,4%	1,4%	1,2%	1,3%
EBIT zmiana r/r	-6,9%	1,4%	-8,2%	-6,6%	-1,6%	0,1%	-1,3%	-2,9%	-0,8%	-0,8%
FCF zmiana r/r	-32,5%	17,9%	0,7%	-7,7%	16,6%	4,9%	17,5%	-1,6%	0,9%	-0,2%
Marża EBITDA	9,8%	10,0%	9,3%	8,9%	8,5%	8,3%	8,0%	7,8%	7,6%	7,5%
Marża EBIT	7,4%	7,4%	6,7%	6,2%	5,9%	5,8%	5,6%	5,3%	5,2%	5,1%
Marża NOPLAT	6,0%	6,0%	5,4%	5,0%	4,8%	4,7%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%
CAPEX / Przychody	5,3%	5,2%	4,4%	4,4%	3,8%	3,4%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	220,5%	201,6%	170,2%	166,5%	145,1%	133,1%	106,8%	104,8%	102,1%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	1,2%	-0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,5%	-22,2%	2,4%	-29,1%	-0,6%	4,0%	2,5%	3,2%	3,2%	4,4%

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	87,2%	89,8%	92,4%	94,9%	96,9%	98,6%	100,0%	100,0%	100,0%	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	12,8%	10,2%	7,6%	5,1%	3,1%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,5%	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 Litwinova w 1Q'17 (0,2 mld PLN) + dalsze oczekiwane wpływy z Litwinova (1,0 mld PLN) + oczekiwane wpływy z Kralup (0,2 mld PLN) minus podatek

**Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	96,8	102,6	109,7	118,7	130,5	146,6	169,9	206,4	272,1
	0,8	91,3	96,3	102,5	110,1	120,0	133,2	151,7	179,4	225,5
	0,9	86,2	90,6	96,0	102,6	111,0	121,9	136,8	158,3	192,2
	1,0	81,6	85,5	90,2	95,9	103,0	112,2	124,4	141,5	167,2
	1,1	77,4	80,8	84,9	89,9	96,0	103,8	113,9	127,7	147,7
	1,2	73,5	76,6	80,2	84,5	89,8	96,4	104,9	116,3	132,1
	1,3	69,9	72,6	75,8	79,6	84,2	89,9	97,1	106,5	119,4

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	102,9	109,6	117,9	128,5	142,8	162,7	192,6	242,4	342,0
	4%	91,3	96,3	102,5	110,1	120,0	133,2	151,7	179,4	225,5
	5%	81,6	85,5	90,2	95,9	103,0	112,2	124,4	141,5	167,2
	6%	73,5	76,6	80,2	84,5	89,8	96,4	104,9	116,3	132,1
	7%	66,6	69,0	71,9	75,2	79,2	84,2	90,3	98,2	108,7
	8%	60,7	62,6	64,9	67,5	70,6	74,4	78,9	84,6	92,0
	9%	55,5	57,1	58,9	61,0	63,4	66,3	69,8	74,1	79,4

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	170,9	160,4	151,1	142,8	135,2	128,3	122,0	116,3	111,0
	4%	148,2	137,6	128,3	120,0	112,7	106,1	100,1	94,7	89,8
	5%	130,5	120,0	111,0	103,0	96,0	89,8	84,2	79,2	74,7
	6%	116,3	106,1	97,4	89,8	83,2	77,4	72,2	67,6	63,4
	7%	104,5	94,7	86,4	79,2	73,0	67,6	62,8	58,5	54,7
	8%	94,7	85,3	77,4	70,6	64,8	59,7	55,2	51,2	47,7
	9%	86,4	77,4	69,8	63,4	57,9	53,2	49,0	45,3	42,0

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 przyjęliśmy wagę 33%. Porównując wyniki PKN ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 45,7 mld PLN mln PLN, co odpowiada 106,8 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%.

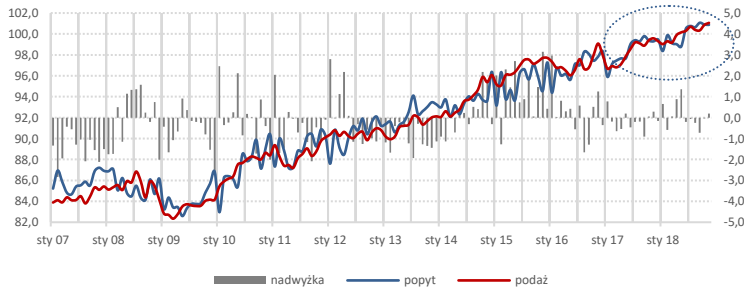
### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Lotos	11,6	6,9	6,1	5,5	4,0	3,6
MOL	9,1	8,9	8,6	3,9	3,6	3,5
OMV	11,6	13,2	12,6	3,9	4,0	3,8
Tupras-Turkiye	9,2	9,2	9,5	7,0	7,0	7,1
Neste Oil	13,5	13,3	13,0	7,4	7,4	7,0
Mediana	11,6	9,2	9,5	5,5	4,0	3,8
PKN Orlen	9,1	10,1	10,9	5,4	5,2	5,3
Premia/dyskonto	-20,8%	9,7%	14,7%	-2,1%	28,2%	39,4%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	145,2	104,9	100,3	117,5	89,5	83,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>116,8</b>			<b>96,8</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>106,8</b>					

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

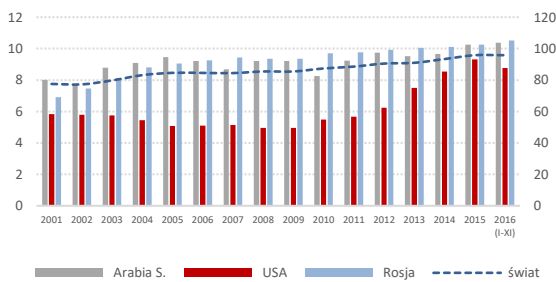
## SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

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



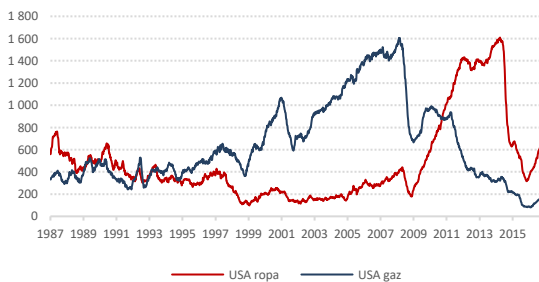
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



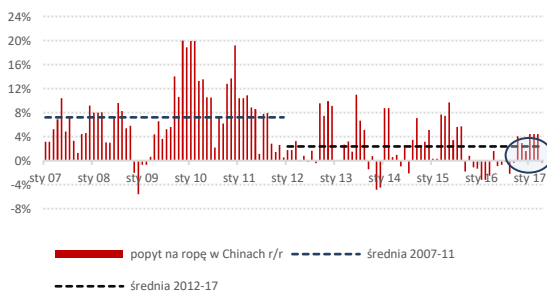
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, świat = skala prawa

Liczba aktywnych wiertni w USA



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

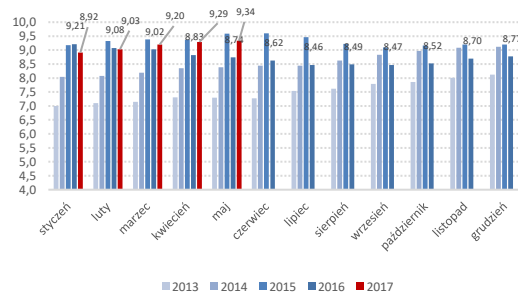
Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



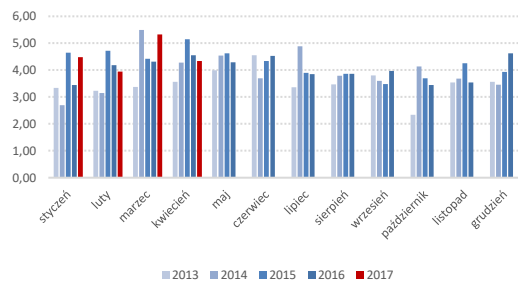
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- Po wzroście w pobliżu 60 USD/bbl na przełomie 2016/17 roku (po wcześniejszych zapowiedziach ograniczania produkcji ze strony OPEC), cena ropy Brent znajduje się pod presją podaży. Mniej więcej właśnie od tego czasu zaczęło systematycznie rosnąć wydobycie z amerykańskich złóż niekonwencjonalnych. Obecnie cena spadła do poziomów ostatni raz obserwowanych pod koniec 2016 roku.
- Obecnie rynek jest mniej więcej zbilansowany pod względem popytu i podaży.
- Produkcja ropy w USA ze złóż niekonwencjonalnych powróciła do poziomów z końcówki 2015 roku. Dynamicznie rośnie także liczba aktywnych wiertni w USA. Ograniczenie wydobycia w I-V'17 nastąpiło natomiast w Arabii Saudyjskiej i innych krajach OPEC, produkcja w Rosji jest większa r/r, aczkolwiek nie rośnie już względem końca 2016 roku.

Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]

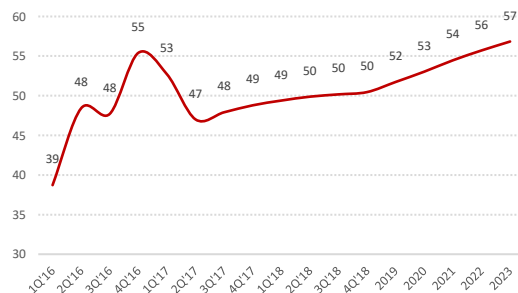


Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Eksport diesla z Rosji [mln t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

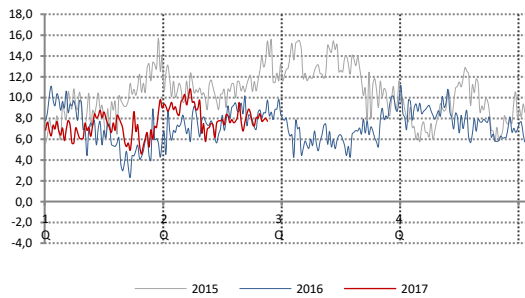
Krzywa kontraktów futures na ropę Brent – cena na koniec okresu [USD/bbl]



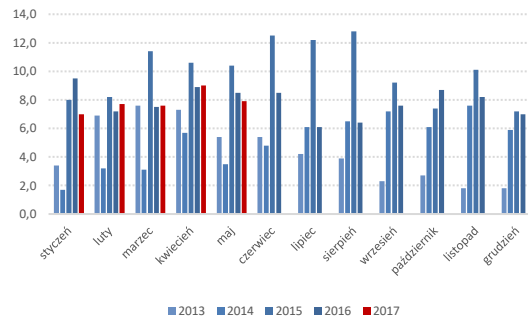
Źródło: BDM S.A., Bloomberg



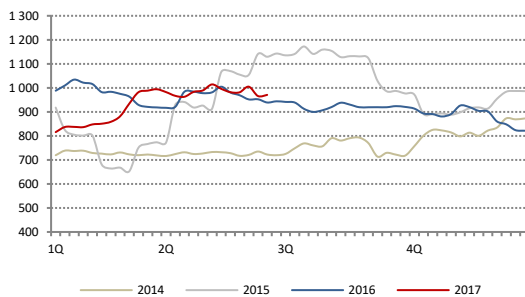
Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl] – porównanie r/r



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

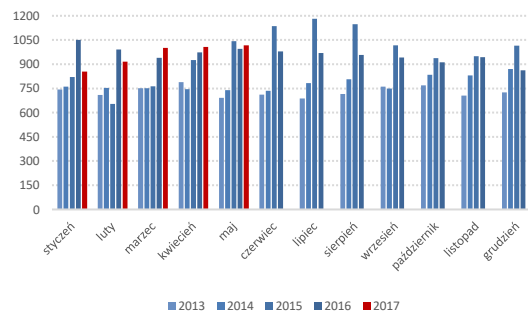


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, dane dzienne

 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

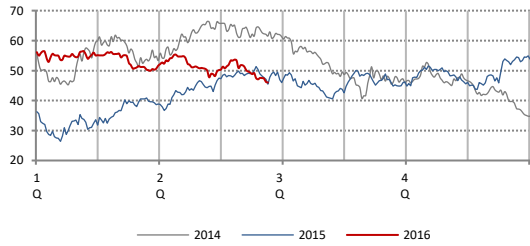
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] - porównanie r/r


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

Źródło: BDM S.A., spółka

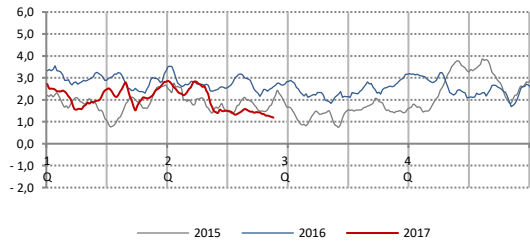
- W kwietniu marża rafineryjna (z dyferencjałem) PKN Orlen była minimalnie lepsza w ujęciu r/r (9,0 USD/bbl vs 8,9 USD rok wcześniej), natomiast w maju benchmark był już słabszy r/r (7,9 USD/bbl vs 8,5 USD/bbl rok wcześniej). Słabiej wyglądał przede wszystkim dyferencjał Ural/Brent. Majowy ubytek w marży został jeszcze wzmocniony przez mniej korzystniejszy kurs USD/PLN (marża po przeliczeniu na PLN spadła o 9% r/r).
- Początek czerwca nie przynosi na razie większym zmian w obrazie sytuacji – marża (liczona z dyferencjałem) jest zbliżona do majowego odczytu (czerwiec w 2016 roku miał poziom 8,5 USD/bbl).
- W przypadku poziomu zapasów brak ostatnio wyraźniejszych trendów. Wyróżnić można relatywnie korzystną dla producentów relację popytu do zapasów na średnich destylatach zarówno w Europie jak i w USA oraz nadpodaż nafty w Europie.
- W ostatnich tygodniach zwraca uwagę niekorzystne zawężenie się kluczowego dla polskich spółek dyferencjału Brent – Ural (sygnalizowany wzrost eksportu diesla z Rosji kosztem eksportu ropy przez porty bałtyckie, ograniczenie podaży ciężkiej ropy z Bliskiego Wschodu). Majowy odczyt wyniósł jedynie 1,5 USD/bbl (poprzedni miesiąc poniżej 2,0 USD/bbl odnotowano we wrześniu 2015 roku).
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) jest obecnie w okolicy 1-2 USD/bbl, minimalnie mniej korzystnej, jeżeli spojrzeć r/r.
- Ceny gazu na rynkach europejskich po mocnym początku roku (mroźniejsza zima) w kolejnych miesiącach spadały (podobnie jak ceny ropy) i znajdują się obecnie nawet na poziomach niższych r/r.
- Po wprowadzeniu pakietu paliwowego w sierpniu'16 nastąpił wyraźny wzrost premii lądowej na sprzedaży diesla (relatywnie bardziej eksponowany na nielegalny handel niż benzyna). W kolejnych miesiącach nastąpiła jednak normalizacja – wykorzystanie okazji do arbitrażu na legalnym imporcie oraz próba zwiększenia udziałów rynkowych przez polskie rafinerie. Nasze kalkulacje premii lądowej na wykresach na kolejnej stronie mają charakter orientacyjny (cennik hurtowy netto ze strony PKN Orlen minus cena hurtowa w Europie), nie uwzględniają m.in. rabatów, ale historycznie dość dobrze oddawały trendy na rynku.
- O marży pet-chem piszemy w kolejnym akapicie.

**Brent [USD/bbl] – r/r**



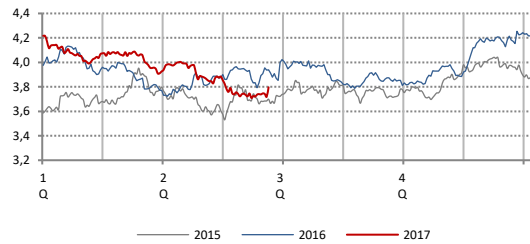
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



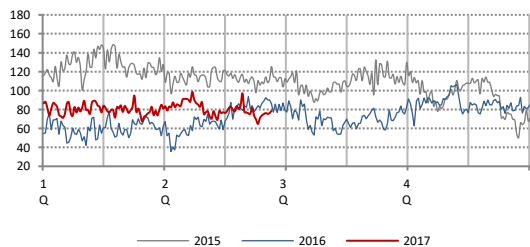
Źródło: BDM S.A., Neste Oil

**USD/PLN**



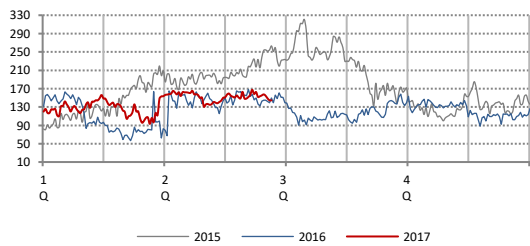
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Diesel marża [USD/t] r/r – spot**



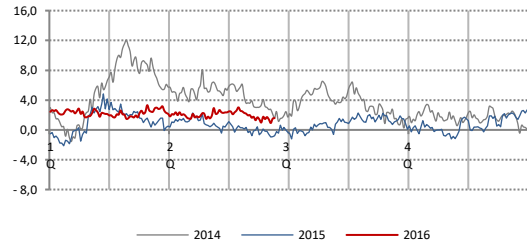
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Benzyna marża [USD/t] r/r – spot**



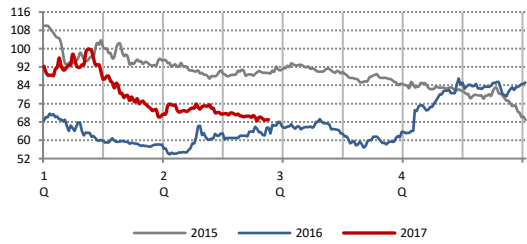
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



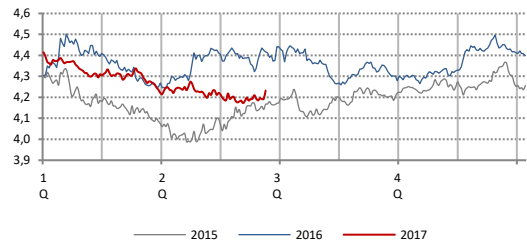
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]**



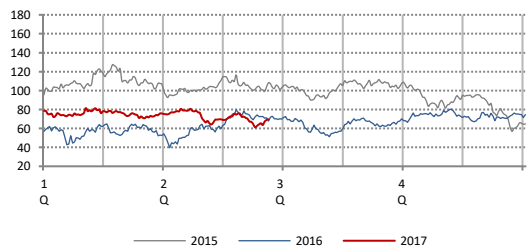
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**EUR/PLN**



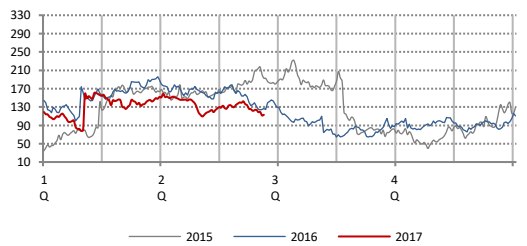
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Diesel marża [USD/t] r/r – futures 1M**



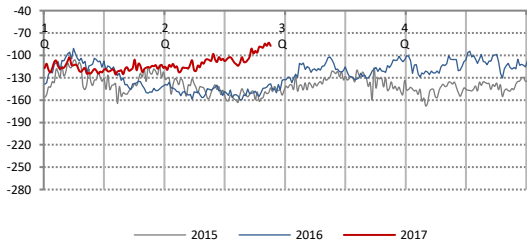
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

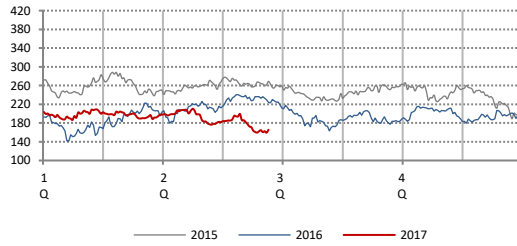


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

COO marża [USD/t] r/r – spot

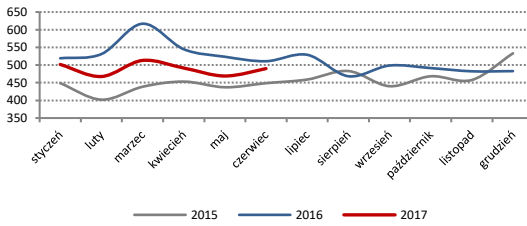


Spread ON - COO [USD/t] r/r



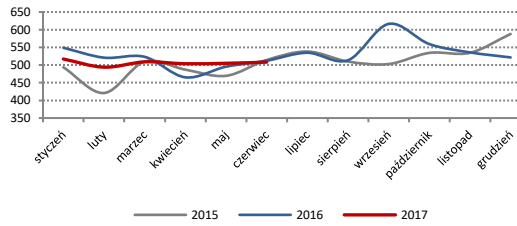
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyzna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



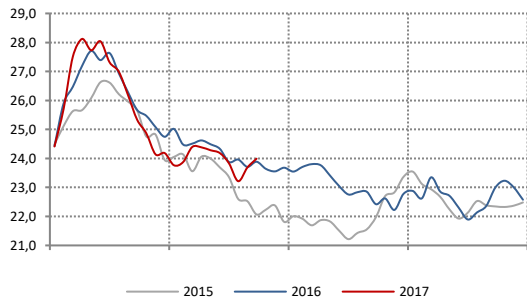
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



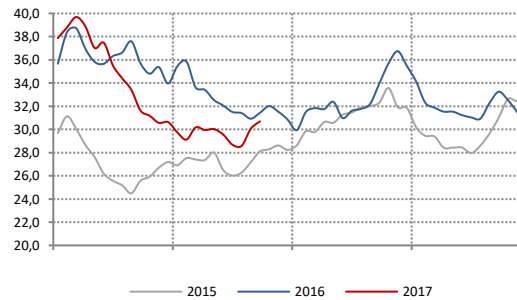
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

Benzyzna – zapasy/popyt USA [dni]

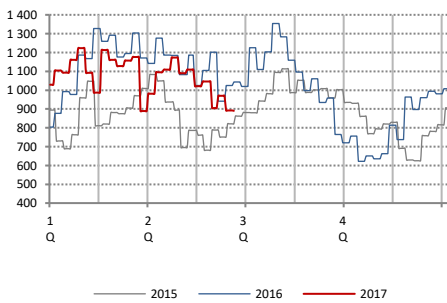


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

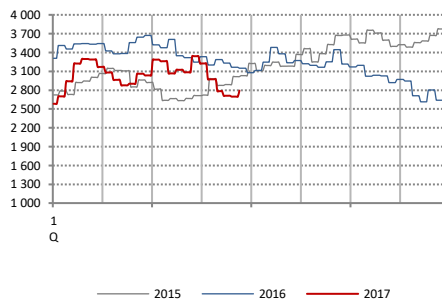
ON – zapasy/popyt USA [dni]



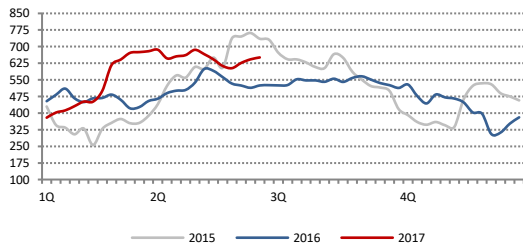
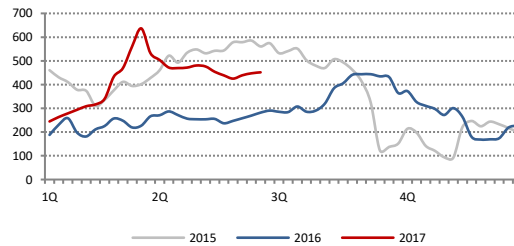
Zapasy benzyzny w portach ARA [tys t]



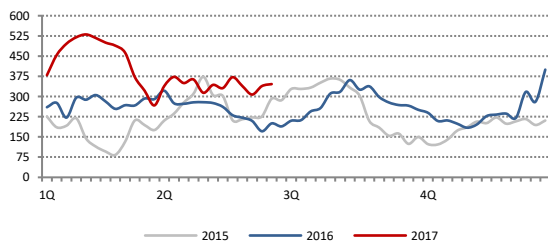
Zapasy diesla w portach ARA [tys t]



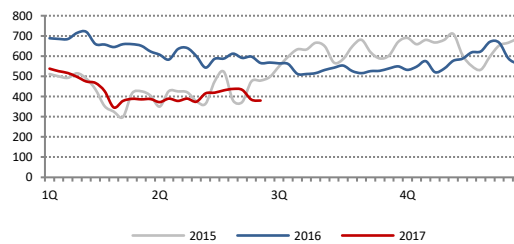
- Marża petrochemiczna w maju poprawiła się r/r i wyniosła 1017 EUR/t vs 995 EUR/t rok wcześniej. Był to trzeci kolejny odczyt >1000 EUR/t.
- Początek czerwca wskazuje, że marża może jeszcze utrzymywać się w okolicach 1000 EUR/t (w czym pomaga niski poziom cen nafty – wspomniana wcześniej wysoka podaź). W kolejnych miesiącach taki scenariusz uważamy jednak za mało prawdopodobny. Na rynek z przestojów wracają moce produkcyjne, dodatkowo osłabienie USD może wpływać na osłabienie pozycji konkurencyjnej producentów europejskich.
- Marże wyglądają dobrze na etylenie, propylenie i benzenie. Nieco słabiej jest w dalszej części łańcucha produkcyjnego (polietylen czy polipropylen; w mniejszym stopniu PTA i PCW).

**Marża etylen – nafta [EUR/t]**

**Marża propylen – nafta [EUR/t]**


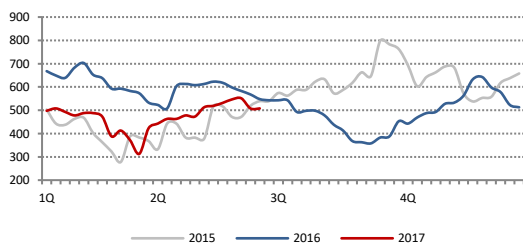
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Marża benzen – nafta [EUR/t]**


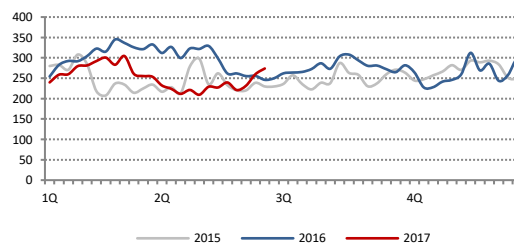
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Marża polietylen – etylen [EUR/t]**


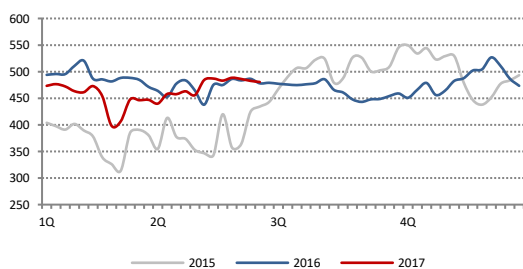
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Marża polipropylen – propylen [EUR/t]**


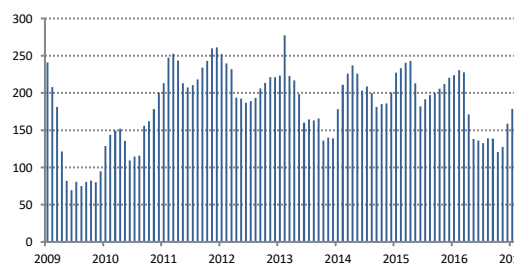
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**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 1Q'17 ORAZ PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### Wyniki za 1Q'2017 i prognoza na 2Q'2017 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	1Q'17P kons	odchyl.	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	16 213	22 875	41,1%	22 684	0,8%	19 355	24 093	24,5%
EBITDA	993	2 838	185,8%	2 688	5,6%	2 999	1 802	-39,9%
EBITDA LIFO	1 930	2 319	20,2%	-	-	2 590	2 466	-4,8%
<b>EBITDA LIFO skoryg*</b>	<b>1 813</b>	<b>2 134</b>	<b>17,7%</b>	<b>2 239</b>	<b>-4,7%</b>	<b>1 856</b>	<b>2 466</b>	<b>32,9%</b>
EBIT	478	2 276	376,2%	2 182	4,3%	2 491	1 242	-50,1%
EBIT LIFO	1 415	1 757	24,2%	-	-	2 082	1 906	-8,5%
EBIT LIFO skoryg*	1 298	1 572	21,1%	1 709	-8,0%	1 348	1 906	41,4%
Zysk (strata) brutto	434	2 539	485,0%	-	-	2 036	1 363	-33,1%
Zysk (strata) netto	337	1 920	469,7%	1 870	2,7%	1 608	954	-40,7%
Marża EBITDA	6,1%	12,4%		11,8%		15,5%	7,5%	
Marża EBITDA LIFO	11,9%	10,1%		-		13,4%	10,2%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	11,2%	9,3%		9,9%		9,6%	10,2%	
Marża EBIT	2,9%	9,9%		9,6%		12,9%	5,2%	
Marża zysku netto	2,1%	8,4%		8,2%		8,3%	4,0%	

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

### 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'17P	3Q'17P	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	24 093	25 083	22 798	94 849
EBITDA	-2 720	1 662	2 627	1 625	321	6 235	993	2 999	2 311	3 339	9 642	2 838	1 802	2 297	2 555	9 492
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	2 466	2 629	2 444	9 857
<b>EBITDA LIFO skoryg*</b>	<b>5 021</b>	<b>2 077</b>	<b>2 876</b>	<b>3 361</b>	<b>2 062</b>	<b>10 376</b>	<b>1 813</b>	<b>1 856</b>	<b>1 875</b>	<b>2 457</b>	<b>8 001</b>	<b>2 134</b>	<b>2 466</b>	<b>2 629</b>	<b>2 444</b>	<b>9 672</b>
rafineria	1 829	1 282	1 710	2 047	1 404	6 443	1 063	1 086	972	1 774	4 895	1 060	1 113	1 279	1 299	4 751
petrochemia	2 175	663	1 002	908	452	3 025	638	470	378	292	1 778	798	956	768	750	3 272
detal	1 444	281	347	546	382	1 556	300	444	638	450	1 832	372	514	656	475	2 017
inne/korekta salda	164	-14	-25	-20	9	-50	-37	20	30	104	117	45	63	83	100	291
korporacyjne	-591	-135	-158	-120	-185	-598	-151	-164	-143	-163	-621	-141	-180	-157	-179	-658
EBIT	-4 711	1 210	2 163	1 156	-189	4 340	478	2 491	1 774	2 789	7 532	2 276	1 242	1 715	1 968	7 201
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	1 363	1 603	2 047	7 552
Zysk (strata) netto	-5 811	756	1 367	795	-81	2 837	337	1 608	1 527	1 789	5 261	1 920	954	1 099	1 405	5 378

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 1,0 mld PLN za uszkodzoną instalację w Litwinowie (kwota natomiast jest ujęta w wycenie DCF).

### Wyniki za 1Q'17

- W 1Q'17 skorygowana EBITDA LIFO wyniosła 2,13 mld PLN, czyli nieco słabiej niż nasza prognoza i konsensus. Na saldzie pozostałej działalności operacyjnej (+0,19 mld PLN) zaksięgowano głównie uzyskane ubezpieczenie za Kralupy (+0,16 mld PLN).
- Oczyszczona EBITDA LIFO w 1Q'17 wg segmentów: rafineria – 1,1 mld PLN (nieco słabiej od oczekiwań, wynik okazał się niewiele lepszy niż rok wcześniej, mimo pozytywnych dla rynku efektów z tytułu ograniczenie szarej strefy), petrochemia – 0,8 mld PLN, detal – blisko 0,4 mld PLN (bardzo dobry wynik).
- Na raportowany wynik netto w 1Q'17 dodatni wpływ miała wycena zapasów, różnice kursowe oraz wspomniane odszkodowanie za Kralupy.
- Oczekiwana jeszcze obecnie kwota odszkodowań za Litvinov to ok. 1,0 mld PLN (zarówno do zaksięgowania w wynikach jak i gotówkowego otrzymania).
- Dług netto po 1Q'17 wynosił 3,8 mld PLN (razem z leasingiem finansowym). Cash flow operacyjny: +0,7 mld PLN (najślabiej od 3Q'15, głównie ze względu na spadek zobowiązań i płatność podatku dochodowego). CAPEX: 0,9 mld PLN.

### Perspektywy na kolejne okresy

- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom ok 56-57 USD/bbl. Długoterminowy dyferencjał Brent - Ural przyjęto na poziomie 1,5 USD/bbl. Tabela ze szczegółowymi założeniami makro dla poszczególnych lat znajduje się na stronie 6 raportu.
- W 2Q'17 marża rafinerijna z dyferencjałem jest po maju minimalnie słabsza r/r, bardzo dobrze wyglądają natomiast marże petrochemiczna (>1000 EUR/t, spodziewamy się spadku w najbliższym czasie, biorąc pod uwagę powrót mocy produkcyjnych oraz umocnienie EUR vs USD) oraz marże w detalu (niskie ceny paliw sprzyjają popytowi).
- Zakładamy, że zarówno w 2Q'17 jak i 3Q'17 oczyszczona EBITDA LIFO spółki będzie kontynuować trend wzrostowy. Sprzyja temu w głównej mierze niska baza w petrochemii (uszkodzona instalacja w

Litvinowie ruszyła dopiero w 4Q'17). Podobnie jak mocne wyniki detalu powinno to być naszym zdaniem brane już pod uwagę przez konsensus rynkowy.

- Biorąc natomiast pod uwagę oczekiwane efekty ograniczania szarej strefy, zaskoczeniem in minus w 2Q'17 może okazać się zakładany przez nas brak poprawy EBITDA LIFO rafinerii, ze względu na sporą liczbę przestojów. Zwracamy także uwagę, że rafineria miała bardzo dobry wynik w 4Q'16, blisko 1,8 mld PLN skorygowanej EBITDA LIFO – do tego poziomu w końcówce 2017 roku może być ciężko się zbliżyć (zadziałała wtedy kumulacja kilku czynników: nagłe odcięcie szarej strefy, dobre jak na 4Q marże i wysoki kurs USD).
- Obecnie narastająca za 4Q oczyszczona EBITDA LIFO wynosi 8,3 mld PLN. Zakładamy, że w całym 2017 roku spółka wypracuje 9,7 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 stawać się już wymagającym zadaniem (m.in. zanik efektu bazy na ograniczeniu szarej strefy i powrocie mocy produkcyjnych w Czechach, mniej korzystny kurs USD, zakładany przez nas spadek marż w petrochemii).
- 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 3,64 w długim terminie w naszym modelu opartym o krzywe forward).
- Obecny konsensus Bloomberg na poziomie EBITDA'17 wynosi 9,0 mld PLN. Trudno nam powiedzieć, które dokładnie wyniki dodane są do konsensusu: EBITDA czy EBITDA LIFO i czy wyniki zawierają jakaś część odszkodowania – rozstrzał pomiędzy poszczególnymi prognozami jest dość spory (od 6,9 mld PLN do 10,8 mld PLN). W 1Q'17 spółka miała 2,1 mld PLN oczyszczonej EBITDA LIFO.
- 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 (po 1Q'17 jest to 0,2 mld PLN) pozostałych przychodów operacyjnych potencjalnym odszkodowaniu z tytułu awarii instalacji do produkcji etylenu w Litvinowie oraz FCC w Kralupach. Na bazie posiadanych polis ubezpieczeniowych oraz szacunków Unipetrol spodziewa się jeszcze pokrycia przez ubezpieczycieli kosztów utraconych korzyści w kwocie około 1,0 mld PLN (kwota jest przez nas ujęta w modelu DCF w osobnej pozycji).
- Podniesienie naszych prognoz w stosunku do poprzedniej rekomendacji to głównie efekt przyjęcia wyższych założeń dotyczących realizowanych marż (zarówno w downstreamie jak i detalu).

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

	2016			2017P			2018P		
	poprzednio	realizacja	odchyl.	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Brent [USD/bbl]	44,5	43,7	-1,9%	55,5	50,0	-9,9%	57,5	49,8	-13,3%
Marża rafineria z dyf. [USD/bbl]	7,1	7,8	10,2%	6,5	7,5	15,6%	5,7	7,1	24,2%
Marża pet-chem [EUR/t]	943	961	1,9%	791	946	19,6%	745	894	19,9%
USD/PLN	3,90	3,94	1,1%	3,96	3,88	-2,1%	3,93	3,81	-3,1%
Przychody	79 940	79 553	-0,5%	101 986	94 849	-7,0%	106 422	95 519	-10,2%
EBITDA	8 580	9 642	12,4%	8 313	9 492	14,2%	7 353	9 577	30,2%
EBITDA LIFO	8 602	9 557	11,1%	7 638	9 857	29,1%	7 151	9 359	30,9%
EBITDA LIFO skoryg	7 402	8 001	8,1%	7 638	9 672	26,6%	7 151	9 359	30,9%
EBIT	6 485	7 532	16,1%	6 069	7 201	18,6%	4 973	7 115	43,1%
Zysk brutto	6 030	6 887	14,2%	5 769	7 552	30,9%	4 799	6 887	43,5%
Zysk netto	4 697	5 261	12,0%	4 337	5 378	24,0%	3 572	4 865	36,2%
Marża EBITDA	10,7%	12,1%		8,2%	10,0%		6,9%	10,0%	
Marża EBIT	8,1%	9,5%		6,0%	7,6%		4,7%	7,4%	
Marża zysku netto	5,9%	6,6%		4,3%	5,7%		3,4%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \* z 24/10/2016

**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	98 568	94 849	-3,8%	104 051	95 519	-8,2%	106 138	98 163	-7,5%
EBITDA LIFO skoryg.	-	9 672	-	-	9 359	-	-	9 006	-
EBITDA LIFO	-	9 857	-	-	9 359	-	-	9 006	-
EBITDA	9 013	9 492	5,3%	8 270	9 577	15,8%	8 133	9 082	11,7%
EBIT	6 871	7 201	4,8%	5 890	7 115	20,8%	5 697	6 531	14,6%
Zysk netto	5 014	5 378	7,3%	4 326	4 865	12,4%	4 155	4 512	8,6%
Dług netto	2 804	1 999	-28,7%	2 499	476	-81,0%	1 450	-1 116	-177,0%
Marża EBITDA	9,1%	10,0%		7,9%	10,0%		7,7%	9,3%	
Marża EBIT	7,0%	7,6%		5,7%	7,4%		5,4%	6,7%	
Marża zysku netto	5,1%	5,7%		4,2%	5,1%		3,9%	4,6%	

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

**Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]**

Data rekomendacji	2017P	2018P	zmiana r/r	2019P	zmiana r/r
2017-06-08	8,83	7,97	-9,7%	8,32	4,4%
2017-06-06	6,95	6,72	-3,2%	-	-
2017-06-05	9,01	8,76	-2,8%	7,78	-11,1%
2017-06-02	8,36	7,98	-4,6%	-	-
2017-05-29	9,17	9,76	6,4%	9,61	-1,5%
2017-05-26	10,82	9,08	-16,1%	9,24	1,7%
2017-05-24	9,74	8,50	-12,7%	8,59	1,0%
2017-05-23	9,73	8,22	-15,5%	8,06	-2,0%
2017-05-03	8,10	7,49	-7,5%	6,86	-8,4%
2017-04-28	7,86	6,84	-13,0%	6,67	-2,5%
2017-04-27	9,34	8,42	-9,9%	8,04	-4,5%
2017-04-27	8,00	7,93	-0,8%	-	-
2017-04-26	9,17	8,84	-3,6%	-	-
2017-04-19	9,84	8,03	-18,4%	8,42	4,9%
2017-04-18	10,01	8,60	-14,1%	9,14	6,2%
2017-04-13	8,34	8,24	-1,2%	8,25	0,2%
2017-03-21	9,96	9,21	-7,5%	9,14	-0,8%

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	9,5	8,5
downstream	6,7	7,6	7,9	6,9
detal	1,6	1,8	2,0	2,1
wydobycie	0,1	0,3	0,3	0,3
koszty korporacyjne	-0,6	-0,9	-0,7	-0,8
CAPEX	4,6	5,4	5,0	3,4
downstream	-	3,7	3,6	2,2
detal	-	0,6	0,6	0,5
wydobycie	-	0,8	0,5	0,4
koszty korporacyjne	-	0,3	0,3	0,2

**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	1,7	1,5
marża rafineryjna z dyferencj.	USD/bbl	7,7	7,5	7,3	6,7
marża pet-chem	EUR/t	902	793	920	849
ropa Brent	USD/bbl	65	55	50	55
gaz ziemny w PL	EUR/MWh	19,8	15,7	17,5	16,5
energia elektryczna w PL	PLN/MWh	164	158	156	160
USD/PLN	-	3,62	3,88	3,84	3,66
EUR/PLN	-	4,24	4,27	4,30	4,38

Źródło: BDM S.A., spółka

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

**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	32 609	32 585	32 585	31 693	32 585	32 595	32 600	32 610	32 610	32 610
<b>Przychody</b>	<b>113 852</b>	<b>106 832</b>	<b>88 336</b>	<b>79 553</b>	<b>94 849</b>	<b>95 519</b>	<b>98 163</b>	<b>97 989</b>	<b>101 282</b>	<b>104 097</b>	<b>106 647</b>	<b>108 172</b>	<b>109 520</b>	<b>110 926</b>
Downstream	77 303	70 549	56 987	49 202	60 881	60 298	61 462	59 995	61 880	63 061	63 980	64 095	64 012	63 928
Detal	36 461	35 913	31 052	29 841	33 480	34 736	36 210	37 502	38 904	40 527	42 149	43 554	44 985	46 475
Upstream	17	298	215	442	423	419	426	427	434	444	453	457	457	457
Funkcje korporacyjne	71	72	82	68	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
<b>EBIT</b>	<b>332</b>	<b>-4 711</b>	<b>4 340</b>	<b>7 532</b>	<b>7 201</b>	<b>7 115</b>	<b>6 531</b>	<b>6 098</b>	<b>6 001</b>	<b>6 004</b>	<b>5 925</b>	<b>5 755</b>	<b>5 709</b>	<b>5 663</b>
<b>EBIT LIFO</b>	<b>1 000</b>	<b>-2 138</b>	<b>5 850</b>	<b>7 447</b>	<b>7 566</b>	<b>6 897</b>	<b>6 454</b>	<b>6 081</b>	<b>5 915</b>	<b>5 875</b>	<b>5 835</b>	<b>5 756</b>	<b>5 710</b>	<b>5 664</b>
Rafineria	-1 180	-6 128	2 579	3 895	3 866	4 113	3 814	3 505	3 412	3 390	3 290	3 149	3 101	3 055
Rafineria LIFO	-492	-3 711	4 092	4 597	4 193	3 906	3 741	3 489	3 330	3 267	3 204	3 150	3 102	3 056
Petrochemia	1 314	1 299	2 282	2 380	2 528	2 184	2 008	1 876	1 835	1 829	1 818	1 805	1 796	1 786
Petrochemia LIFO	1 294	1 455	2 305	2 411	2 566	2 173	2 004	1 875	1 831	1 823	1 814	1 805	1 796	1 786
Energetyka	0	-5	0	0	22	95	6	18	25	32	40	46	51	58
Detal	915	1 085	1 171	1 402	1 603	1 651	1 677	1 702	1 720	1 734	1 747	1 724	1 730	1 733
Upstream	-38	-292	-981	-119	-58	-80	-69	-57	-45	-34	-25	-23	-23	-23
Funkcje korporacyjne	-679	-671	-711	-844	-761	-849	-905	-946	-946	-946	-946	-946	-946	-946
Amortyzacja	2 170	1 991	1 895	2 110	2 292	2 462	2 551	2 586	2 625	2 633	2 642	2 652	2 661	2 670
EBITDA	2 502	-2 720	6 235	9 642	9 492	9 577	9 082	8 684	8 626	8 637	8 567	8 407	8 370	8 333
EBITDA LIFO	3 086	-147	7 745	9 557	9 857	9 359	9 006	8 667	8 540	8 508	8 477	8 408	8 371	8 335
<b>EBITDA LIFO adj*</b>	<b>3 369</b>	<b>5 021</b>	<b>10 376</b>	<b>8 001</b>	<b>9 672</b>	<b>9 359</b>	<b>9 006</b>	<b>8 667</b>	<b>8 540</b>	<b>8 508</b>	<b>8 477</b>	<b>8 408</b>	<b>8 371</b>	<b>8 335</b>
Rafineria	719	1 829	6 443	4 895	4 751	4 655	4 505	4 253	4 094	4 031	3 968	3 914	3 866	3 820
Petrochemia	2 043	2 175	3 025	1 778	3 272	2 914	2 782	2 692	2 689	2 689	2 689	2 689	2 689	2 688
Energetyka	0	-5	0	0	60	208	156	168	175	182	190	196	201	208
Detal	1 278	1 444	1 556	1 832	2 017	2 068	2 096	2 124	2 143	2 157	2 171	2 147	2 154	2 156
Upstream	-26	149	41	205	266	272	279	284	293	304	313	316	316	316
Funkcje korporacyjne	-645	-591	-598	-621	-658	-757	-813	-854	-854	-854	-854	-854	-854	-854
Inne	0	20	-91	-88	-35	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk brutto</b>	<b>157</b>	<b>-6 246</b>	<b>3 698</b>	<b>6 887</b>	<b>7 552</b>	<b>6 887</b>	<b>6 420</b>	<b>6 111</b>	<b>6 011</b>	<b>6 013</b>	<b>5 975</b>	<b>5 839</b>	<b>5 819</b>	<b>5 796</b>
<b>Zysk netto**</b>	<b>176</b>	<b>-5 811</b>	<b>2 837</b>	<b>5 261</b>	<b>5 378</b>	<b>4 865</b>	<b>4 512</b>	<b>4 287</b>	<b>4 216</b>	<b>4 219</b>	<b>4 190</b>	<b>4 085</b>	<b>4 071</b>	<b>4 055</b>
Dług netto	4 668	6 810	6 950	3 504	1 999	476	-1 116	-2 363	-3 882	-5 316	-7 284	-9 077	-10 713	-12 144
Dług netto/EBITDA LIFO adj	1,4	1,4	0,7	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5

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**

<b>Bilans [mld PLN]</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2016P</b>
Aktywa trwałe	25,01	27,46	30,38	33,14	35,65	37,44	39,16	40,34	41,21	41,39	41,52	41,57	41,58
Wartości niematerialne i prawne	0,70	1,30	1,38	1,42	1,45	1,49	1,52	1,55	1,58	1,61	1,64	1,67	1,70
Rzeczowe aktywa trwałe	22,64	24,54	27,67	30,39	32,86	34,61	36,30	37,45	38,29	38,44	38,54	38,57	38,55
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	25,41	26,36	26,87	26,24	27,21	28,09	29,44	31,27	32,93	34,46
Zapasy	9,83	10,72	11,18	10,80	11,17	11,33	11,17	11,53	11,83	12,03	12,03	12,03	12,08
Należności krótkoterminowe	7,09	6,64	8,67	8,84	9,09	9,25	9,15	9,44	9,70	9,88	9,91	9,94	9,99
Inwestycje krótkoterminowe	4,80	3,32	5,32	5,77	6,10	6,28	5,92	6,24	6,55	7,53	9,33	10,96	12,39
-środki pieniężne i ekwiwalenty	3,94	2,35	5,07	5,52	5,85	6,03	5,67	5,99	6,31	7,28	9,08	10,71	12,14
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	58,56	62,00	64,30	65,40	67,55	69,30	70,83	72,78	74,51	76,05
Kapitał (fundusz) własny	18,77	22,17	26,76	31,48	34,85	37,66	40,03	42,11	43,97	45,60	46,90	47,98	48,83
Udziały mniejszości	1,62	2,07	2,52	3,27	3,98	4,68	5,34	6,00	6,65	7,31	7,95	8,60	9,24
Zobowiązania i rezerwy na zob.	26,34	23,89	26,28	23,81	23,17	21,97	20,03	19,45	18,67	17,93	17,93	17,93	17,99
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	6,96	5,76	4,36	2,75	1,55	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
- w tym dług oprocentowany	9,76	8,27	7,59	6,53	5,33	3,93	2,32	1,12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zobowiązania krótkoterminowe	13,26	12,79	15,81	14,40	14,96	15,16	14,83	15,45	15,79	15,05	15,05	15,05	15,11
- w tym dług oprocentowany	0,99	1,03	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,00	0,00	0,00	0,00
Pasywa razem	46,73	48,14	55,56	58,56	62,00	64,30	65,40	67,55	69,30	70,83	72,78	74,51	76,05

<b>Rachunek zysków i strat [mld PLN]</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2016P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	106,83	88,34	79,55	94,85	95,52	98,16	97,99	101,28	104,10	106,65	108,17	109,52	110,93
Zysk (strata) na sprzedaży	0,39	5,02	5,78	7,02	7,11	6,53	6,10	6,00	6,00	5,93	5,75	5,71	5,66
EBITDA	-2,72	6,24	9,64	9,49	9,58	9,08	8,68	8,63	8,64	8,57	8,41	8,37	8,33
EBITDA LIFO	-0,15	7,75	9,56	9,86	9,36	9,01	8,67	8,54	8,51	8,48	8,41	8,37	8,33
EBIT	-4,71	4,34	7,53	7,20	7,11	6,53	6,10	6,00	6,00	5,93	5,75	5,71	5,66
EBIT LIFO	-2,14	5,85	7,45	7,57	6,90	6,45	6,08	5,91	5,87	5,83	5,76	5,71	5,66
Saldo działalności finansowej	-1,54	-0,64	-0,65	0,35	-0,23	-0,11	0,01	0,01	0,01	0,05	0,08	0,11	0,13
Zysk (strata) brutto	-6,25	3,70	6,89	7,55	6,89	6,42	6,11	6,01	6,01	5,97	5,84	5,82	5,80
Zyski (straty) mniejszości	-0,02	0,40	0,48	0,74	0,72	0,69	0,67	0,66	0,65	0,65	0,65	0,64	0,64
Zysk (strata) netto	-5,81	2,84	5,26	5,38	4,86	4,51	4,29	4,22	4,22	4,19	4,09	4,07	4,06

<b>CF [mld PLN]</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2016P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	3,19	5,35	9,33	7,97	8,11	7,72	7,51	7,46	7,25	7,27	7,23	7,20	7,15
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,02	-4,10	-4,44	-5,01	-4,88	-4,25	-4,22	-3,72	-3,41	-2,72	-2,66	-2,57	-2,51
Przepływy z działalności finansowej	2,08	-2,87	-2,21	-2,50	-2,90	-3,28	-3,65	-3,42	-3,52	-3,57	-2,78	-2,99	-3,21
Przepływy pieniężne netto	1,25	-1,61	2,69	0,45	0,32	0,19	-0,36	0,32	0,31	0,98	1,79	1,64	1,43
Środki pieniężne na początek okresu	2,69	3,94	2,35	5,07	5,52	5,85	6,03	5,67	5,99	6,31	7,28	9,08	10,71
Środki pieniężne na koniec okresu	3,94	2,35	5,07	5,52	5,85	6,03	5,67	5,99	6,31	7,28	9,08	10,71	12,15

**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%	19,2%	0,7%	2,8%	-0,2%	3,4%	2,8%	2,4%	1,4%	1,2%	1,3%
EBITDA zmiana r/r	54,6%	-1,6%	0,9%	-5,2%	-4,4%	-0,7%	0,1%	-0,8%	-1,9%	-0,4%	-0,4%
EBIT zmiana r/r	73,5%	-4,4%	-1,2%	-8,2%	-6,6%	-1,6%	0,1%	-1,3%	-2,9%	-0,8%	-0,8%
Zysk netto zmiana r/r	85,4%	2,2%	-9,5%	-7,2%	-5,0%	-1,7%	0,1%	-0,7%	-2,5%	-0,3%	-0,4%
Marża EBITDA	12,1%	10,0%	10,0%	9,3%	8,9%	8,5%	8,3%	8,0%	7,8%	7,6%	7,5%
Marża EBITDA LIFO	12,0%	10,4%	9,8%	9,2%	8,8%	8,4%	8,2%	7,9%	7,8%	7,6%	7,5%
Marża EBIT	9,5%	7,6%	7,4%	6,7%	6,2%	5,9%	5,8%	5,6%	5,3%	5,2%	5,1%
Marża EBIT LIFO	9,4%	8,0%	7,2%	6,6%	6,2%	5,8%	5,6%	5,5%	5,3%	5,2%	5,1%
Marża brutto	8,7%	8,0%	7,2%	6,5%	6,2%	5,9%	5,8%	5,6%	5,4%	5,3%	5,2%
Marża netto	6,6%	5,7%	5,1%	4,6%	4,4%	4,2%	4,1%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%
ROE	19,7%	17,1%	14,0%	12,0%	10,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	9,5%	9,2%	7,8%	7,0%	6,6%	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	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	15,4%	12,8%	10,2%	7,6%	5,1%	3,1%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	18,3%	14,7%	11,4%	8,3%	5,3%	3,2%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-8,6%	4,9%	-3,2%	-1,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,8%	1,5%	1,9%	2,3%
Dług / kapitał własny	32,0%	23,9%	18,1%	13,1%	8,3%	5,0%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	3,5	2,0	0,5	-1,1	-2,4	-3,9	-5,3	-7,3	-9,1	-10,7	-12,1
Dług netto / kapitał własny	13,1%	6,3%	1,4%	-3,0%	-5,9%	-9,2%	-12,1%	-16,0%	-19,4%	-22,3%	-24,9%
Dług netto / EBITDA	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5
Dług netto / EBIT	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-1,2	-1,6	-1,9	-2,1
EV	52,7	51,2	49,7	48,1	46,8	45,3	43,9	41,9	40,1	38,5	37,0
Dług / EV	16,3%	14,7%	12,7%	10,2%	7,1%	4,7%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,3%	5,3%	5,2%	4,4%	4,4%	3,8%	3,4%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	238,5%	220,5%	201,6%	170,2%	166,5%	145,1%	133,1%	106,8%	104,8%	102,1%	100,4%
Amortyzacja / Przychody	2,7%	2,4%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%
Zmiana KO / Przychody	-1,5%	0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	13,5%	5,1%	10,3%	5,3%	-38,8%	2,0%	8,6%	6,0%	3,1%	3,1%	4,3%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
MC/S*	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
P/E*	9,3	9,1	10,1	10,9	11,5	11,7	11,7	11,7	12,0	12,1	12,1
P/BV*	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
P/CE*	6,7	6,4	6,7	7,0	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3
EV/EBITDA*	5,5	5,4	5,2	5,3	5,4	5,3	5,1	4,9	4,8	4,6	4,4
EV/EBIT*	7,0	7,1	7,0	7,4	7,7	7,5	7,3	7,1	7,0	6,7	6,5
EV/S*	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
BVPS	62,6	73,6	81,5	88,0	93,6	98,4	102,8	106,6	109,7	112,2	114,2
EPS	12,3	12,6	11,4	10,6	10,0	9,9	9,9	9,8	9,6	9,5	9,5
CEPS	17,2	17,9	17,1	16,5	16,1	16,0	16,0	16,0	15,8	15,7	15,7
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%	27,8%	35,2%	42,7%	49,9%	55,8%	60,8%	66,4%	73,3%	78,8%

Źródło: BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 115,0 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	Akumuluj	78,0	19.06.2017	10:43 CEST	115,0	60 968
Akumuluj	78,0	Akumuluj	72,3 <small>(w tym DPS=2,0 PLN)</small>	24.10.2016	16:00 CEST	70,5	48 473
Akumuluj	72,3 <small>(w tym DPS=2,0 PLN)</small>	Trzymaj	73,0	06.05.2016		65,5	46 240
Trzymaj	73,0	Kupuj	69,1	13.04.2016		71,9	47 888
Kupuj	69,1	Akumuluj	80,0	15.02.2016		57,0	44 469
Akumuluj	80,0	Trzymaj	70,0	10.07.2015		72,5	52 173
Trzymaj	70,0	Akumuluj	40,8	21.05.2015		73,0	56 900
Akumuluj	40,8	Trzymaj	39,8	05.08.2014		37,0	51 090
Trzymaj	39,8	Trzymaj	41,1	31.03.2014		42,1	51 832
Trzymaj	41,1	Redukuj	45,2	13.09.2013		43,1	49 349
Redukuj	45,2	-	-	4.02.2013		50,7	47 076

**Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'17:**

Kupuj	7	37%
Akumuluj	6	32%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	5	26%
Sprzedaj	1	5%

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

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

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

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

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**Nota prawna:**

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich Klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla Klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową 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 instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową 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 19.06.2017 roku, 10:43 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.06.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 19.06.2017 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 subemisje inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.