Dom Maklerski BDM S.A.

LOTOS

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 25,8 PLN

26 LISTOPAD 2014

Lotos jest w trakcie przeprowadzania emisji 55 mln akcji, z której planuje pozyskać blisko 1,0 mld PLN na inwestycje w: i) projekt EFRA (poprawa rentowności przerobu na bazie instalacji DCU), ii) uruchomienie wydobycia ze złóż B4/B6. Przed ogłoszeniem planów o emisji kapitalizacja spółki wynosiła 4,6 mld PLN. Informacja wywołała znaczną wyprzedaż walorów. Po drodze spółka opublikowała relatywnie słabe wyniki za 3Q'14. Przy dzisiejszym kursie i przy założeniu objęcia wszystkich akcji nowej emisji, kapitalizacja wynosi 4,9 mld PLN (przy czym spółka pozyskuje 1,0 mld PLN nowego kapitału). Aktualizując naszą rekomendację otrzymaliśmy wycenę 1 akcji spółki na poziomie 25,8 PLN (spadek z 31,0 PLN poprzednio). Biorąc pod uwagę dzisiejszy kurs, zmieniamy zalecenie z Redukuj na Trzymaj. Mocny spadek kursu i perspektywa dobrej końcówki roku w wynikach rafinerii (dobre odczyty makro) skłaniałyby nas do bardziej pozytywnego spojrzenia na spółkę. Dostrzegamy jednak czynniki, które w średnim terminie mogą nadal zniechęcać inwestorów, m.in.: i) nieuporządkowany pozostaje status inwestycji w Yme (obecnie na horyzoncie pojawia się nawet scenariusz całkowitej likwidacji złoża – nie znamy kosztów, jakie może to za sobą pociągnąć; w kontekście problemów, które przeżywa Talisman, zwracamy także uwagę na solidarną odpowiedzialność partnerów), ii) niskie ceny ropy ograniczają zyski w upstream'ie (szczególnie w kontekście zbliżającego się uruchomienia B8), iii) historycznie spółka ma problemy z dotrzymywaniem terminów realizacji projektów w obszarze wydobycia (proces obserwujemy już dla złóż B4/B6 - wydobycie według prospektu ma rozpocząć się na przełomie 2017/18 roku, natomiast w programie „Efektywność i rozwój 2013-15" Lotos informował, że wydobycie ruszy w 2016/17), iv) brak perspektyw na wypłatę dywidendy w najbliższych latach.

Środki z emisji, które spółka pozyska od Skarbu Państwa mogą być przeznaczone jedynie na projekt rafineryjny, natomiast upstream zostanie sfinansowany gotówką od pozostałych akcjonariuszy. Ekonomika inwestycji w EFRA jest dla nas dość przejrzysta, natomiast odnośnie B4/B6 Lotos ujawnił ograniczony zakres informacji (dodatkowo spółka pozostawia sobie furtkę do wycofania się z projektu). Obie inwestycje będą wsparte długiem i środkami własnymi – w sumie spółka planuje na nie przeznaczyć ponad 3 mld PLN w okresie 2015-17. Dużą pozycją w budżecie inwestycyjnym pozostaje nadal zagospodarowanie złoża B8, na co spółka musi jeszcze wydać ok. 0,8-1,0 mld PLN. Do tego dochodzą mniejsze inwestycje (WOW, stacje paliw) oraz potencjalny zakup kolejnego projektu w Norwegii. Na razie przycichł temat projektu petrochemicznego z Azotami (analizy potrwają co najmniej do 1Q'15). Cash flow spółki w najbliższych 2 latach będzie napięty, nieco oddechu może dać zmniejszenie zapasów obowiązkowych. Lotos na koniec 3Q'14 posiadał 6,1 mld PLN długu netto, w najbliższym czasie pozyska 1,0 mld PLN z emisji. Wartość zapasów obowiązkowych wynosiła po 3Q'14 3,3 mld PLN (na mocy nowych przepisów pomiędzy 2015 a końcem 2017 roku ich wolumen spadnie o 30%). Dodatkowe środki spółka mogłaby pozyskać z dezinwestycji (np. Lotos Kolej, który ma obecnie 4,6% udziału w rynku przewozów towarowych, dla porównania PKP Cargo – 47,6%).

Wycena SOTP [PLN]	25,8
Wycena porównawcza [PLN]	27,2
Wycena końcowa [PLN]	**25,8**
Potencjał do wzrostu / spadku	**-2,9%**
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	26,6
Kapitalizacja [mln PLN]*	4 917,6
Ilość akcji [mln. szt.]*	184,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]**	35,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]**	23,1
Stopa zwrotu za 3 mc**	-3,1%
Stopa zwrotu za 6 mc**	-23,9%
Stopa zwrotu za 9 mc**	-24,5%
Struktura akcjonariatu***:	
Skarb Państwa	53,2%
ING OFE	6,0%
Pozostali	40,8%

**po emisji*

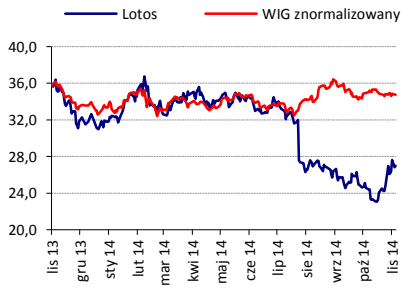
** Wyliczenia skorygowane o prawa poboru

*** przed emisją

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	29 222	33 074	28 559	28 813	24 964	25 402
EBITDA raportowana [mln PLN]	1 691	975	823	446	1 646	2 218
EBITDA skoryg.* [mln PLN]	1 851	1 919	787	1 067	1 646	2 218
EBITDA LIFO skoryg.* [mln PLN]	860	1 974	1 164	1 527	1 771	2 212
EBIT raportowany [mln PLN]	1 082	308	167	-316	866	1 370
Zysk netto raportowany [mln PLN]	650	928	39	-301	463	930
Dług netto [mln PLN]	7 178	6 168	5 686	5 119	5 423	4 885
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4
P/E	5,3	3,7	87,6	-	10,6	5,3
EV/EBITDA	6,3	9,9	11,1	22,5	6,3	4,4
EV/EBITDA skoryg*	5,7	5,0	11,6	9,4	6,3	4,4
EV/EBITDA LIFO skoryg.*	12,4	4,9	7,9	6,6	5,8	4,4
EV/EBIT	9,8	31,2	54,9	-	11,9	7,2

**wynik skorygowany o saldo z pozostałej działalności operacyjnej*

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



Wykres skorygowany o prawa poboru

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 SEGMENTU RAFINERII I DETALU (DOWNSTREAM) 4
WYCENA SEGMENTU WYDOBYWCZEGO (UPSTREAM) 7
WYCENA PORÓWNAWCZA 9
EMISJA AKCJI 10
SYTUACJA NA RYNKU RAFINERYJNYM 14
WYNIKI KWARTALNE 19
PROGNOZA WYNIKÓW 22
DANE FINANSOWE 25

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Lotos powstała w oparciu o SOTP. Dokonaliśmy osobnej wyceny działalności rafineryjno-detalicznej (downstream) oraz poszukiwawczo-wydobywczej (upstream) w oparciu o modele zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF/NPV). Wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość segmentu rafineryjno-detalicznego na poziomie 10,0 PLN (wycena segmentu uwzględnia cały dług spółki). Natomiast wycena poszczególnych projektów wydobywczych (Polska, Litwa, Norwegia) wraz z aktywem podatkowym uzyskanym w Norwegii, sugeruje wartość segmentu upstream na poziomie 15,9 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 25,8 PLN. Dla celów porównawczych dokonaliśmy także wyceny za pomocą mnożników rynkowych do innych spółek z branży paliwowej z regionu. Jednak ze względu na brak porównywalności między tymi spółkami a Lotosem (m.in. różnie rozłożony ciężar działalności pomiędzy downstream/upstream/petrochemię) przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%.

Podsumowanie wyceny

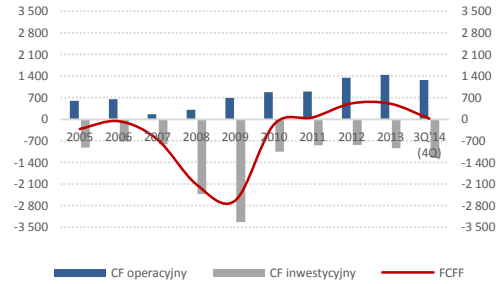
	Waga	Wycena
Wycena SOTP	100%	25,8
- Rafineria i detal		9,99
- Upstream		15,85
Wycena metodą porównawczą	0%	27,2
Wycena 1 akcji Lotosu [PLN]	**25,8**	

Źródło: BDM S.A.

Spółka emituje 55 mln akcji po 18,1 PLN za sztukę. Handel prawami poboru zakończył się 25 listopada. Do 28 listopada można składać zapisy na akcje. Na około 19 grudnia planowane jest rozpoczęcie notowań PDA (praw do akcji).

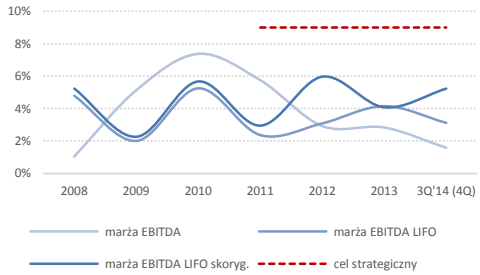
Lotos zadebiutował na GPW w 2005 roku, pozyskując z emisji około 1,0 mld PLN (35,0 mln akcji po 29,0 PLN). W 2009 roku spółka przeprowadziła jeszcze jedną emisję, poprzez wniesienie aportem przez MSP udziałów w Petrobalticu i rafineriach Czechowice i Jasło (16,2 mln akcji po 22,1 PLN). Jedynie w 2007 roku spółka podzieliła się zyskiem z akcjonariuszami (0,36 PLN/akcję). Licząc od 2005 roku do 3Q'14 Lotos wygenerował 7,9 mld PLN z działalności operacyjnej, przy przeznaczeniu na działalność inwestycyjną 12,7 mld PLN, z czego około połowy (1,4 mld EUR) to inwestycje w program 10+ (2007-11). Obecna emisja ma umożliwić pokrycie wkładu własnego w kolejnych poważnych inwestycjach (ok. 33% z 3 mld PLN). Na 1Q'15 zapowiadane jest przedstawienie analiz, która mają pomóc w określeniu opłacalności inwestycji w petrochemię razem z Grupą Azoty.

Cash flow operacyjny vs inwestycyjny [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



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

Inwestycja w DCU jest dość szczegółowo opisana przez spółkę i jej opłacalność oparta jest głównie poprzez spread cen diesel – ciężki olej opałowy (w ostatnich 3 latach pomiędzy 300-400 USD/t). Natomiast w przypadku B4/B6 spółka ograniczyła się dotychczas do przedstawienia bardzo skąpego zakresu informacji inwestorom. Zagospodarowanie złóż było już planowane z PGNiG (w 2009), jednak nie podjęto ostatecznej współpracy (analizy wskazywały na niską opłacalność inwestycji). W 4Q'12 nawiązano współpracę w tym zakresie z CalEnergy (od tego czasu ceny rynkowe gazu w Europie Zachodniej spadły o około 20-25%).

Zwracamy uwagę, że wraz ze wzrostem udziału upstream'u w strumieniu EBITDA (szczególnie od 2016 roku, kiedy ruszy wydobycie z B8) Lotos coraz mocniej będzie ewoluować w kierunku spółki ze znaczącym udziałem segmentu wydobywczego (wydobywczo-poszukiwawczego) w wynikach, co zazwyczaj oznacza wycenę są z dyskontem do tradycyjnych biznesów rafineryjnych (lub rafineryjno-petrochemicznych).

W przyszłym roku kończy się okres strategii na lat 2011-15. Dla przypomnienia marża EBITDA spółki miała wynosić co najmniej 9% w 2015 roku. W okresie 1-3Q'14 oczyszczona marża EBITDA LIFO osiągnęła poziom 4,5%. Spółka zapowiada przedstawienie nowej strategii w połowie 2015 roku.

WYCENA SEGMENTU RAFINERII I DETALU (DOWNSTREAM)

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 1,1.

Główne założenia modelu:

- Prognozę ceny ropy Brent oparto o krzywą forward z notowań na NYMEX do końca 2016 roku. W kolejnych okresach przyjęto stały poziom 100 USD/bbl. Długoterminowy dyferencjał Brent – Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl.
- Założenie dotyczące przychodów i marż poszczególnych segmentów przedstawiono w osobnych tabelach. Zakładany wzrost EBIT LIFO w 2015/16 ma swoje źródło głównie w niższych kosztach przerobu (zużycia własne oraz koszty gazu). W kolejnych latach cena ropy w naszym modelu wraca do 100 USD/bbl. Modelowe zużycia własne to 4,1% (przy rocznym przerobie na poziomie 70 mln bbl daje to blisko 3 mln bbl rocznie). Na 2017 i 2021 rok założony jest przestój. Od 2017 roku uwzględniamy działanie WOW a od połowy 2018 działanie DCU.
- 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) lub losowych (awarie dużych jednostek, zdarzenia pogodowe).
- Dług netto dotyczy całej spółki według naszej prognozy na koniec 2014 roku i uwzględnia pozyskanie środków z emisji akcji w kwocie 975 mln PLN netto.
- Wycena uwzględnia przeprowadzenie przez spółkę inwestycji w instalację opóźnionego koksowania (DCU) i instalacje towarzyszące (niesie to za sobą zmianę struktury uzysków – sprzedawane z ujemną marżą ciężki olej opałowy i asfalt zastąpione głównie przez olej napędowy oraz koks). W modelu przyjęto, że instalacje w pełni będą kontrybuować do wyników od 3Q'18 (harmonogram przedstawiony przez spółkę w prospekcie zakłada oddanie od eksploatacji w 2Q'18). CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji z 2024 roku. W okresach co 4 lata uwzględniono przestój remontowy w rafinerii (kolejny 2017).
- Wycena uwzględnia odkup 30% zapasów obowiązkowych przez państwo (zmniejszenie podstawy obowiązku z 76 dni do 53 dni) w latach 2015-17. Zakładamy, że koszty związane z wprowadzeniem opłaty zapasowej zostaną przerzucone na odbiorców.
- Efektywną stopa podatkowa dla segmentu przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 184,9 mln akcji (w tym 55,0 mln akcji nowej emisji)
- Końcowa wartość w przeliczeniu na jedną akcję jest wyceną na dzień 26 listopada 2014 roku.

Metoda DCF dała wartość segmentu downstream, skorygowanego o dług netto całej spółki, na poziomie 1,8 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 10,0 PLN.

Prognoza podstawowych danych

Podstawowe dane:	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014P**	**2015P**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**
Brent [usd/bbl]	79,5	111,3	111,6	108,6	100,5	81,1	84,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ural [usd/bbl]	78,2	109,1	110,1	107,6	98,8	80,0	83,5	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0
Dyferencjał [usd/bbl]	1,2	1,7	1,3	1,0	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Marża modelowa [USD/bbl]*	b.d.	b.d.	8,6	5,8	6,1	5,9	6,6	5,7	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Gaz NBP UK [usd/mmBTU]	6,6	9,0	9,5	10,6	8,2	7,5	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Gaz taryfa [usd/mmBTU]***	8,7	9,7	10,6	11,0	11,2	10,4	8,8	8,8	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
USD/PLN (średni)	3,02	2,96	3,26	3,16	3,15	3,15	3,08	3,04	3,00	2,96	2,92	2,92	2,92	2,92	2,92
USD/PLN (eop)	2,96	3,42	3,10	3,01	3,34	3,15	3,08	3,04	3,00	2,96	2,92	2,92	2,92	2,92	2,92
Cena produktów [USD/t]:															
Benzyna	741	985	1 037	987	929	774	800	918	918	918	918	918	918	918	918
ON	696	964	985	943	873	730	760	878	878	878	878	878	878	878	878
COO	442	610	631	592	535	421	440	539	539	539	539	539	539	539	539
Marża na produktach [USD/t]:**															
Benzyna	139	144	189	163	168	161	160	161	161	161	161	161	161	161	161
ON	94	124	138	120	112	116	120	121	121	121	121	121	121	121	121
COO	-160	-231	-217	-232	-226	-193	-200	-218	-218	-218	-218	-218	-218	-218	-218

*Źródło: BDM S.A., Bloomberg, * od 4Q'14 obliczenia własne na podstawie notowań z Bloomberga (uwzględnia dyferencjał), **cena z notowań NWE – Brent (1t =7,57 bbl), *** cena powiązana z ceną ropy (z opóźnieniem)*

Model DCF dla działalności rafineryjnej i handlu

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	24 685	25 186	28 629	29 541	29 556	29 211	28 448	29 254	29 304	29 354
EBIT [mln PLN]*	771,3	981,6	901,9	723,6	860,3	832,1	715,5	846,0	845,5	837,7
EBIT LIFO [mln PLN]*	*896,1*	*975,2*	*591,3*	*757,0*	*892,6*	*865,6*	*720,6*	*850,5*	*850,0*	*842,1*
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	146,5	186,5	171,4	137,5	163,5	158,1	135,9	160,7	160,7	159,2
NOPLAT [mln PLN]*	624,8	795,1	730,5	586,1	696,8	674,0	579,6	685,3	684,9	678,5
Amortyzacja [mln PLN]	480,8	457,6	460,6	538,2	599,2	587,1	585,6	587,7	583,4	586,3
CAPEX [mln PLN]	-1 002,1	-1 302,2	-823,6	-345,2	-380,0	-484,4	-569,2	-572,4	-579,8	-583,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	31,6	371,8	128,4	-52,3	-58,1	97,2	120,3	29,1	-176,7	-32,6
FCF [mln PLN]	135,1	322,2	495,9	726,8	857,9	874,0	716,3	729,7	511,8	648,9
DFCF [mln PLN]	124,2	273,9	389,0	525,1	569,6	532,0	399,2	372,0	238,4	276,1
Suma DFCF [mln PLN]	3 699,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	7 675,6		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*1,0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 265,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	6 964,7									
Dług netto 2014P, w tym środki z emisji [mln PLN]	5 118,7									
Wartość kapitału[mln PLN]	**1 846,0**									
Ilość akcji [mln szt.]	184,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**10,0**									

**NOPLAT obliczony na podstawie EBIT, kapitał obrotowy oczyszczony z wyceny zapasów (wycena zapasów ujęta jest w wyniku EBIT), EBIT LIFO podany dla celów porównawczych*

Przychody zmiana r/r	-13,4%	2,0%	13,7%	3,2%	0,1%	-1,2%	-2,6%	2,8%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	740,9%	27,3%	-8,1%	-19,8%	18,9%	-3,3%	-14,0%	18,2%	-0,1%	-0,9%
FCF zmiana r/r	-5,9%	138,5%	53,9%	46,6%	18,0%	1,9%	-18,0%	1,9%	-29,9%	26,8%
Marża EBITDA	5,1%	5,7%	4,8%	4,3%	4,9%	4,9%	4,6%	4,9%	4,9%	4,9%
Marża EBIT	3,1%	3,9%	3,2%	2,4%	2,9%	2,8%	2,5%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża NOPLAT	2,5%	3,2%	2,6%	2,0%	2,4%	2,3%	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%
CAPEX / Przychody	4,1%	5,2%	2,9%	1,2%	1,3%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
CAPEX / Amortyzacja	208,4%	284,6%	178,8%	64,1%	63,4%	82,5%	97,2%	97,4%	99,4%	99,5%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	-1,5%	-0,4%	0,2%	0,2%	-0,3%	-0,4%	-0,1%	0,6%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,8%	-74,3%	-3,7%	5,7%	388,8%	28,3%	15,8%	-3,6%	357,0%	64,6%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
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	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	69,8%	72,8%	77,5%	81,8%	86,4%	91,7%	94,0%	96,5%	99,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	30,2%	27,2%	22,5%	18,2%	13,6%	8,3%	6,0%	3,5%	1,0%	0,0%
WACC	8,0%	8,1%	8,4%	8,6%	8,8%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%

Źródło: BDM S.A.

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**	10,3	12,2	14,5	17,4	21,3	26,5	34,1	46,1	67,5
	0,8	8,4	10,1	12,1	14,6	17,9	22,2	28,2	37,3	52,4
	0,9	6,8	8,2	10,0	12,2	14,9	18,5	23,4	30,4	41,5
	1,0	5,3	6,5	8,1	9,9	12,3	15,3	19,3	24,9	33,4
	1,1	3,9	5,0	6,3	8,0	10,0	12,5	15,9	20,4	27,0
	1,2	2,6	3,6	4,8	6,2	7,9	10,1	12,9	16,7	21,9
	1,3	1,4	2,3	3,3	4,6	6,1	8,0	10,3	13,5	17,7

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	**1%**	22,1	26,0	31,2	38,4	49,1	66,7	101,1	198,1	2234,9
	2%	15,9	18,7	22,2	26,8	33,2	42,7	58,0	87,4	165,6
	3%	11,0	13,0	15,5	18,7	22,8	28,5	36,9	50,3	75,4
	4%	7,1	8,6	10,4	12,6	15,5	19,2	24,3	31,7	43,5
	5%	3,9	5,0	6,3	8,0	10,0	12,5	15,9	20,4	27,0
	6%	1,1	2,0	3,0	4,3	5,7	7,6	9,9	12,9	16,9
	7%	-1,2	-0,5	0,3	1,2	2,4	3,7	5,3	7,4	10,1

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	**1%**	57,2	55,0	52,9	51,0	49,1	47,3	45,6	44,0	42,4
	2%	44,0	40,9	38,1	35,6	33,2	31,0	28,9	27,0	25,3
	3%	34,4	31,0	28,0	25,3	22,8	20,6	18,5	16,6	14,9
	4%	27,0	23,6	20,6	17,9	15,5	13,3	11,3	9,6	7,9
	5%	21,3	17,9	14,9	12,3	10,0	7,9	6,1	4,4	2,9
	6%	16,6	13,3	10,4	7,9	5,7	3,8	2,1	0,5	-0,9
	7%	12,8	9,6	6,8	4,4	2,4	0,5	-1,1	-2,5	-3,8

Źródło: BDM S.A.

WYCENA SEGMENTU WYDOBYWCZEGO (UPSTREAM)

Dokonaliśmy czterech wycen cząstkowych segmentu wydobywczego: Norwegia (złoża produkcyjne w ramach aktywa Heimdal, aktywo podatkowe), Litwa (Geonafta), Polska (szelf Morza Bałtyckiego: złoża B3, B8, B4, B6). Dla kalkulacji kosztu kapitału przyjęto takie same założenia jak w segmencie downstream, przy czym teoretyczny udział kapitału własnego ustalono na 100% (uważamy, że nawet jeśli projekty w części finansowane są długiem to jego koszt jest wyższe niż w przypadku działalności rafineryjnej). Ceny ropy/gazu przyjęto na takich samych poziomach jak w przypadku segmentu downstream.

Główne założenia modelu:

- W wycenie ujęto zasoby 2P (pewne i prawdopodobne) dla Norwegii, Litwy i złóż B3/B8 oraz zasoby warunkowe 2C dla złóż B4/B6.
- Przyjęto, że produkcja ze złoża B8 ruszy na przełomie 2015/2016 roku a z B4/B6 w 2018 roku.
- Główną wartość aktywów polskich stanowią projekty B3/B8. Przy prognozowaniu przyszłych przepływów (szczególnie od strony kosztowej) posłużyliśmy się głównie danymi przedstawionymi w załączniku do prospektu emisyjnego. Dla złóż B4/B6 spółka nie przedstawiła w zasadzie żadnych szczegółowych założeń – w modelu podchodzimy bardzo konserwatywnie do ich wyceny (widzimy tu ewentualne pole do jej wzrostu w przyszłości).
- Założono wydobycie do wyczerpania obecnych zasobów 2P (2C dla B4/B6) ze wszystkich złóż. Wycena uwzględnia zdyskontowaną wartość rezerw na likwidację według wartości bilansowych.
- Przyjęto, że realizowana cena sprzedaży ropy będzie równa ropie Brent (BFOE) a benchmark dla ceny gazu stanowi cena z brytyjskiego hubu NBP (National Balancing Point).
- Przy wycenie projektu Heimdal uwzględniono rozliczenie aktywa podatkowego, co implikuje zerową stawkę podatku od tego złoża.
- Wycena uwzględnia bieżącą wartość pozostałego (po wykorzystaniu części tarczy przez projekt Heimdal) aktywa podatkowego - założono teoretyczny zakup kolejnego złoża w Norwegii na koniec 2015 roku i 3-letni okres eksploatacji (wyliczeń dokonano jedynie na potrzeby wyceny i nie są one uwzględnione w prognozach skonsolidowanych). Teoretycznie spółka powinna dokonać zakupu działającego złoża po wartości odpowiadającej NPV znajdującej się w nim do wydobycia ropy (uwzględniając pewne dyskonto za ryzyko zmian cen ropy). Taka sytuacja ma charakter „win-win" dla obu stron transakcji (sprzedający otrzymuje gotówkę, Lotos rozlicza aktywo podatkowe, nie płacąc podatku od wydobywanej ropy). Zwracamy uwagę, że aktywo podatkowe nie wygasa w czasie.
- W przypadku zasobów polskich założono obłożenie produkcji od 2020 roku dodatkowymi podatkami (3% stawki od przychodów oraz 12,5%-25,0% cash flow tax, który umożliwi odliczenie wydatków).
- Wycena nie uwzględnia innych niezagospodarowanych aktywów (złoże B21) czy aktywów poszukiwawczych.
- Do obliczeń przyjęliśmy 184,9 mln akcji.
- Końcowa wartość przypadająca na jedną akcję jest wyceną na dzień 26 listopada 2014 roku.

Otrzymaliśmy wartość segmentu upstream na poziomie 2,9 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 15,9 PLN.

Segment wydobywczy – podsumowanie wyceny DCF

Podsumowanie	mln PLN	PLN/akcję
Norwegia Heimdal	267,7	1,4
Norwegia aktywo podatkowe (PV)	646,6	3,5
Litwa	306,1	1,7
Polska	1 710,1	9,3
suma	**2 930,5**	**15,9**

Źródło: DM BDM S.A.

Model DCF (segment wydobywczy)

Norwegia	**2015P**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	278,7	216,1	162,3	142,7	122,5
Wydobycie ropy [mln bbl]	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Wydobycie gazu [mln t]	203,8	131,6	72,4	64,0	50,7
EBITDA [mln PLN]	198,7	159,4	122,9	108,7	94,7
EBIT [mln PLN]	27,4	37,0	44,2	38,8	35,6
Podatek od EBIT[mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT [mln PLN]	27,4	37,0	44,2	38,8	35,6
Amortyzacja [mln PLN]	171,3	122,4	78,7	69,9	59,1
CAPEX [mln PLN]	-10,5	-10,2	-10,1	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	188,2	149,2	112,9	108,7	94,7
DFCF [mln PLN]	170,3	123,3	85,2	74,9	59,6
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
Suma DFCF [mln PLN]	513,4				
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	245,7				
Wartość złóż [mln PLN]	**267,7**				
Ilość akcji [mln szt.]	184,9				
Wartość na akcję [PLN]	**1,4**				

Litwa	**2015P**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**...**	**2027P**
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	140,7	143,1	167,2	165,1	163,0	160,9	160,9	160,9	160,9	160,9		103,7
Wydobycie ropy [mln bbl]	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		0,4
EBITDA [mln PLN]	57,7	61,2	82,1	81,0	80,0	79,0	79,0	79,0	79,0	79,0		51,0
EBIT [mln PLN]	20,8	24,4	45,2	44,2	43,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1		27,4
Podatek od EBIT[mln PLN]	3,1	3,7	6,8	6,6	6,5	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3		4,1
NOPLAT [mln PLN]	17,7	20,7	38,4	37,5	36,7	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8		23,3
Amortyzacja [mln PLN]	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9		23,7
CAPEX [mln PLN]	-24,3	-24,3	-24,3	-24,3	-24,3	-24,3	-24,3	-24,3	-24,3	-24,3		-15,6
FCF [mln PLN]	30,3	33,2	51,0	50,1	49,2	48,3	48,3	48,3	48,3	48,3		31,3
DFCF [mln PLN]	27,4	27,5	38,5	34,5	31,0	27,8	25,4	23,2	21,2	19,3		9,5
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%		9,50%
Suma DFCF [mln PLN]	319,1											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	13,0											
Wartość złóż [mln PLN]	**306,1**											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	**1,7**											

Polska	**2015P**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**...**	**2031P**
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	315,3	812,5	1 022,7	1 226,9	1 205,9	1 138,0	1 047,6	987,4	941,3	882,4		343,5
Wydobycie ropy/kondensatu [mln bbl]	1,2	3,0	3,3	3,3	3,1	3,0	2,8	2,7	2,6	2,5		1,2
Wydobycie gazu [mln m3]	17,3	29,8	31,1	229,8	278,6	277,4	226,2	225,1	224,0	198,0		8,0
EBITDA [mln PLN]	137,3	558,2	769,1	928,2	900,2	838,0	761,6	703,1	658,6	607,4		220,8
EBIT [mln PLN]	46,1	326,6	518,5	592,5	563,1	517,2	470,1	429,8	398,5	365,4		133,2
Podatek od wydobycia węglowodorów [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	3,9	4,4	71,0	67,5	64,4	61,7	58,9		10,3
Podatek od EBIT[mln PLN]	8,8	62,1	98,5	112,6	107,0	98,3	89,3	81,7	75,7	69,4		25,3
NOPLAT [mln PLN]	37,3	264,5	420,0	476,0	451,8	348,0	313,3	283,7	261,1	237,1		97,6
Amortyzacja [mln PLN]	91,2	231,6	250,6	335,7	337,1	320,8	291,6	273,3	260,1	242,0		87,6
CAPEX [mln PLN]	-823,9	-452,9	-463,4	-158,5	-151,9	-145,6	-139,5	-133,7	-128,2	-122,9		-57,8
FCF [mln PLN]	-695,4	43,3	207,2	653,2	637,0	523,1	465,3	423,2	392,9	356,2		127,4
DFCF [mln PLN]	-629,4	35,8	156,4	450,3	401,0	300,8	244,3	203,0	172,1	142,4		27,0
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%		9,50%
Suma DFCF [mln PLN]	1 896,9											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	186,8											
Wartość złóż [mln PLN]	**1 710,1**											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	**9,3**											

Norwegia – aktywo podatkowe	**2015P**	**2016P**	**2017P**	**2018P**
Wydobycie [tys bbl/d]	0,0	5,2	5,2	4,9
Wydobycie [mln bbl/rok]	0,00	1,90	1,90	1,80
Brent [USD/bbl]	0,0	84,5	100,0	100,0
Opex [USD/bbl]	0,0	30,0	30,0	30,0
EBITDA [mln USD]	0,0	103,5	132,9	126,2
Teoretyczny podatek [mln USD]	0,0	80,7	103,6	98,4
Podatek odzyskany z tarczy podatkowej [mln PLN]	0,0	248,4	314,9	295,3
DFCF [mln PLN]	0,0	205,3	237,7	203,6
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Suma DFCF [mln PLN]	646,6			
Wartość aktywa podatkowego [mln PLN]	**646,6**			
Ilość akcji [mln szt.]	184,9			
Wartość aktywa na akcję [PLN]	**3,5**			

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2014-2016 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE (PKN prognozy własne). Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla 2014 roku przyjęliśmy wagę równą 0% (prognozowana strata netto uniemożliwia wycenę) a dla kolejnych lat po 50%. Porównując wyniki Lotosu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 5,0 mld PLN mln PLN, co odpowiada 27,2 PLN na jedną akcję. **Ze względu na brak pełnej porównywalności Lotosu do innych spółek z branży (i) Lotos nie posiada segmentu petrochemicznego, ii) kontrybucja segmentu upstream mocno fluktuuje, iii) istnieją różnice pomiędzy lokalnymi przepisami prawa w kwestii np. zapasów obowiązkowych), przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%. Zwracamy uwagę, że spółki o dużej kontrybucji upstream'u do wyniku operacyjnego są wyceniane wyraźnie niżej niż spółki oparte na downstreamie.**

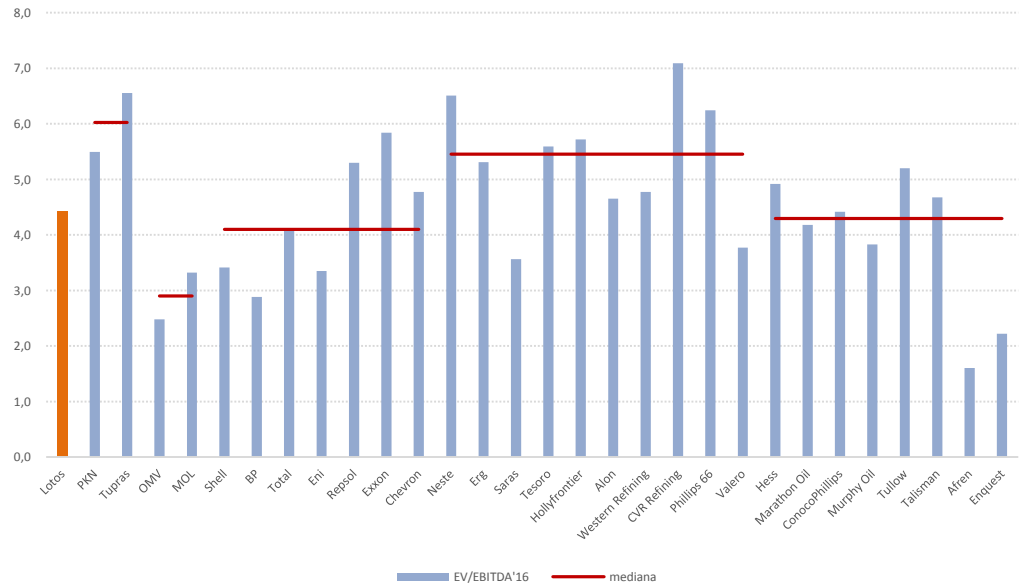
Zwracamy uwagę, że wraz ze wzrostem udziału upstream'u w strumieniu EBITDA (od 2016 roku, kiedy do wyników ma kontrybuować wydobycie z B8; szacujemy, że ponad 1/3 EBITDA w wyżej wymienionym roku zapewni upstream a w kolejnych wskaźnik ten jeszcze wzrośnie, ze względu na plan uruchomienia B4/B6 w 2018 roku) spółka coraz mocniej będzie ewoluować w kierunku spółki wydobywczej, które zazwyczaj wyceniane są z dyskontem do tradycyjnych biznesów rafineryjnych.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	**2015P**	**2016P**	**2014P**	**2015P**	**2016P**
Orlen (Polska, D)	39,8	10,3	9,0	8,2	5,8	5,5
MOL (Węgry, D/U)	12,6	10,1	8,6	4,0	3,6	3,3
OMV (Austria, D/U)	8,4	7,4	6,0	2,9	2,8	2,5
Tupras-Turkiye (Turcja, D)	10,6	10,3	9,0	16,8	7,4	6,6
Mediana	**11,6**	**10,2**	**8,8**	**6,1**	**4,7**	**4,4**
Lotos (D/U)	-	10,6	5,3	22,5	6,3	4,4
Premia/dyskonto	-	4,1%	-39,8%	267,1%	33,0%	0,3%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	-	25,5	44,2	-	12,7	26,4
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**34,9**			**19,6**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**27,2**					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, D=Downstream, U=Upstream

Porównanie wskaźnika EV/EBITDA'16 i mediana dla poszczególnych grup spółek



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, mediana dla kolejno: 1) PKN/Tupras, 2) OMV/MOL, 3) spółki zintegrowane, 4) rafinerie UE/USA, 5) spółki poszukiwawczo-wydobywcze

EMISJA AKCJI

W ramach emisji z prawem poboru spółka planuje pozyskać blisko 1,0 mld PLN (975 mln PLN netto po kosztach emisji). Lotos emituje 55 mln akcji po 18,1 PLN za sztukę (dotychczas kapitał dzielił się na 129,9 mln akcji). Handel prawami poboru zakończył się 25 listopada. Do 28 listopada można składać zapisy na akcje. Na około 19 grudnia planowane jest rozpoczęcie notowań PDA (praw do akcji).

Lotos przedstawił dwa cele emisyjne:

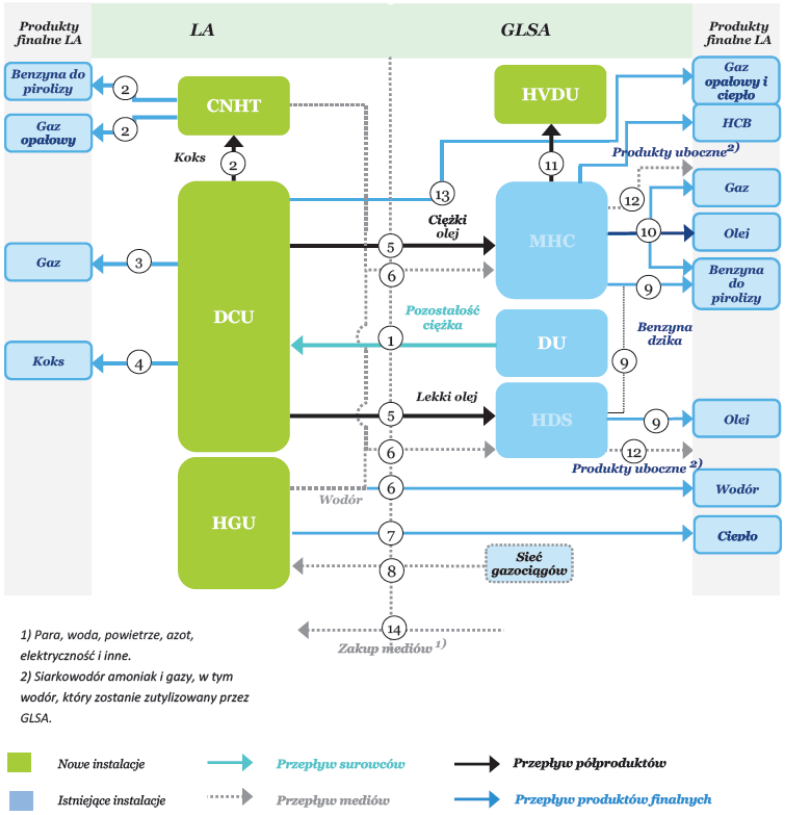
- realizacja projektu EFRA (projekt DCU),
- kontynuacja prac nad zagospodarowaniem złóż B4/B6.

Spółka zastrzegła sobie prawo do możliwości zmiany sposobu wykorzystania środków z emisji, jeśli realizacja celów będzie niemożliwa lub istotnie zmienią się koszty ich realizacji. W rzeczywistości dotyczyć to może jednak tylko złóż B4/B6. Środki z Funduszu Restrukturyzacji Przedsiębiorców (przeznaczone na opłacenie swojej części emisji przez Skarb Państwa) spółka jest zobowiązana przeznaczyć na sfinansowanie projektu EFRA. W innym przypadku, zgodnie z umową z Ministrem Skarbu Państwa, musiałaby dokonać ich zwrotu (poprzez umorzenie akcji). Zwracamy uwagę, że analogiczne ryzyko może zaistnieć w przypadku uznania przez Komisję Europejską objęcia akcji za udzieloną bezprawnie pomoc publiczną.

Projekt EFRA

Projekt polega na wybudowaniu przez Lotos Asfalt we współpracy ze spółkę dominującą instalacji opóźnionego koksowania (DCU) wraz z infrastrukturą towarzyszącą (m.in. HGU – instalacja produkcji wodoru, HCB – instalacja próżniowej destylacji).

Proces technologiczny projektu



Źródło: Lotos

Spółka na inwestycję potrzebuje 2,1 mld PLN (wraz z obsługą zadłużenia – 2,3 mld PLN), z czego 530-630 mln PLN będzie pochodzić z emisji akcji a pozostała część zostanie sfinansowana z długu i środków własnych. Środki pozyskane przez Lotos z emisji od Skarbu Państwa mogą być przeznaczone tylko na ten projekt (oznacza to de facto, że pozostali inwestorzy finansują projekt w upstream'ie). Wstępne nakłady na projekt zostały już poniesione (od 3Q'14), a oddanie inwestycji do eksploatacji planowane jest w 2Q'18. Największy CAPEX zostanie poniesiony w 2016 roku (blisko 1,0 mld PLN).

Technologia DCU pozwala na rozłożenie ciężkiej pozostałości w procesie głębokiego krakingu termicznego na gazy i strumienie płynnych substancji (na końcu procesu przede wszystkim na olej napędowy a także benzynę do pirolizy) i koks (produkt uboczny). Obecnie jest wykorzystywana w prawie 300 rafineriach na całym świecie. Technologię dla Lotosu dostarczy Chevron Lummus Global. Za projekt techniczny, usługi zaopatrzeniowe, zarządzanie pracami budowlanymi oraz usługi wykonawstwa odpowiadać będzie Fluor.

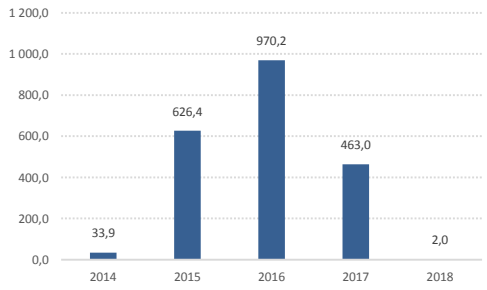
Sama instalacja DCU ma przerabiać ponad 1,3 mln ton rocznie (całość) ciężkiej pozostałości wytwarzanej w Lotosie, która obecnie przerabiana jest na (sprzedawane z ujemną marżą do ropy) asfalt lub ciężki olej opałowy. Per saldo jednak, dzięki wykorzystaniu już posiadanej i dodatkowych instalacji, z uzysków Lotosu „zniknie" 1,0 mln ton ciężkich olejów opałowych i 0,7 mln ton asfaltu (w ostatnich okresach produkcja jest poniżej tego poziomu ze względu na ograniczenie inwestycji drogowych). Pojawi się natomiast przede wszystkim 0,85 mln ton oleju napędowego oraz inne wysoko marżowe produkty (m.in. benzyna do pirolizy – 0,1 mln ton, LPG). Spółka będzie także producentem netto HCB (0,15 mln ton, netto, duża część zostanie wykorzystana w ramach rafinerii, cena zbliżona do VGO, czyli w okolicy lub nieco poniżej benzyny surowej) i koksu (0,39 mln ton, traktowany jako produkt uboczny, śladowa wartość w przeliczeniu na tonę w stosunku do ropy, w ostatnich miesiącach cena pet-coke oscyluje w granicach 50-60 USD/t).

Po stronie dodatkowych kosztów przerobu zakłada się, że nieznacznie wzrośnie ogólny koszt zużycia mediów energetycznych w skali całej grupy Lotos. W zakresie pozostałych mediów planowane jest zrównoważenie bilansu energetycznego poprzez kompensację zapotrzebowania nowych instalacji w ramach przepływów wewnątrz struktur projektu. Dzięki udoskonaleniu struktury uzysków według założeń niewielkiemu obniżeniu ma ulec wolumen zużywanej ropy naftowej a poprzez możliwości skompensowania zapotrzebowania na gaz ziemny poprzez gaz opałowy generowany w instalacjach projektu, ograniczone zostaną również koszty związane z zakupem gazu ziemnego.

Spółka planuje zawrzeć długoterminową umowę na odbiór koksu z doświadczonym partnerem zewnętrznym. Wysoko marżowe produkty będą musiały zostać uplasowane w eksporcie. Planowany wolumen powstałego oleju napędowego odpowiadać będzie dwukrotności obecnego eksportu Lotosu tego produktu. Spółka uważa, że zwiększenie wolumenu umożliwi jej wejście w długoterminowe umowy zamiast koncentracji na transakcjach spotowych.

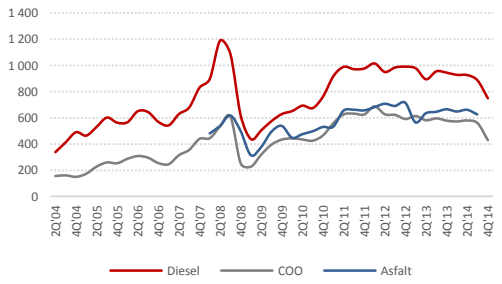
Projekt oceniamy pozytywnie. Generalnie zwiększy on rentowność przerobu rafinerii. Spółka szacuje, że o ok. 2 USD/bbl (biorąc pod uwagę przerób na poziomie 70 mln bbl/rok daje to z tego tytułu ok. +140 mln USD rocznie). Decyzja o realizacji została już podjęta. Rentowność projektu jest głównie wypadkową spreadu pomiędzy cenami oleju napędowego a ciężkiego oleju opałowego (ceny asfaltu realizowane przez spółkę są zazwyczaj kilka-kilkanaście % wyższe niż realizowane ceny ciężkiego oleju opałowego). Zwracamy uwagę, że z myślą m.in. o rynku europejskim (który ma deficyt diesla) powstają w ostatnim czasie w nowe moce rafineryjne w Azji, a ambitny plan unowocześnienia rafinerii ma Rosja. Z drugiej strony prognozuje się spadek popytu na ciężki olej opałowy (pytanie jednak jak zachowają się marże, gdy moce w tym obszarze będą ograniczać też inni producenci), natomiast popyt na asfalt może ulec długoterminowemu obniżeniu na rynku krajowym po zakończeniu głównych inwestycji infrastrukturalnych.

Zakładany CAPEX na EFRA [mln PLN]



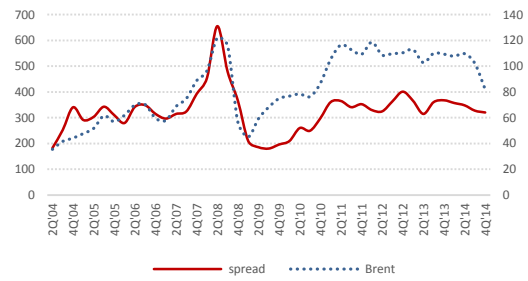
Źródło: BDM S.A., spółka

Cena diesla, ciężkiego oleju opałowego i asfaltu [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, cena asfaltu w oparciu o cenę realizowaną przez

Spread diesel – ciężki olej opałowy (skala L) vs cena ropy (skala P) [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Historycznie spread pomiędzy ceną diesla a ceną ciężkiego oleju opałowego był mocno skorelowany z ceną ropy. Od czasu kryzysu w 2008/09 nastąpił trwały rozjazd. Przede wszystkim ceny diesla (a w zasadzie marże przerobowe na tym produkcie) nie były w stanie powrócić do tak wysokich poziomów jak w 2007/08, mimo że ceny ropy sięgały 110-120 USD/bbl.

B4/B6

Drugim celem emisyjnym przedstawionym przez spółkę finansowanie kontynuacji prac Petrobaltic (spółka zależna Lotosu) wraz z CalEnergy nad zagospodarowaniem złóż gazowych B4 i B6. Środki pozyskane przez Lotos z emisji od Skarbu Państwa mogą być przeznaczone tylko na projekt EFRA – oznacza do de facto, że pozostali inwestorzy finansują projekt w upstream'ie.

Złoża B4/B6 położone są na Bałtyku. Petrobaltic posiada 51% udziałów w projekcie, pozostałe należą do CalEnergy Resources Poland (która należy do MidAmerican Energy Holdings Company, spółki kontrolowanej przez Berkshire Hathaway). Kilka lat temu rozważana była realizacja projektu wraz z PGNiG, który jednak nie podjął się tego zadania.

Z danych z prospektu wynika, że obecnie opracowywany jest FEED (projekt inżynieryjny) dla inwestycji a podjęcie ostatecznej decyzji inwestycyjnej planowane jest na przełom 1/2Q'15. Realizacja zagospodarowania złóż planowana jest na lata 2015-18 a wydobycie według prospektu ma rozpocząć się na przełomie 2017/18 roku. W prezentacji dotyczącej programu „Efektywność i rozwój 2013-15" Lotos informował, że wydobycie ruszy w 2016/17.

Nakłady inwestycyjne po stronie Petrobalticu szacowane są na 800 mln PLN, z czego 350-470 mln PLN ma pochodzić z obecnej emisji akcji Lotosu a pozostała część ze środków własnych i długu. Według szacunków 2C zasoby ropy to 408 tys bbl a zasoby gazu 2,2 mld m3. Przyjmując w uproszczeniu cenę 100 USD/bbl ropy, 300 USD/1000 m3 gazu oraz kurs USD/PLN=3,00 otrzymujemy niezdyskontowaną wartość przychodów na poziomie 2,1 mld PLN. Pytanie jest po stronie kosztowej projektu – spółka nie przedstawiła szacunków, na jakim poziomie mogą się one kształtować.

Zestawienie zasobów warunkowych netto (część przypadająca na Lotos) dla złóż B4/B6

wartość szacunkowa		Ropa [mln bbl]	Ropa [mln t]	Gaz [mld cf, Bcf]	Gaz [mld m3]
1C	**najniższa**	**0,192**	**0,024**	**32,6**	**1,0**
	B4	0,008	0,001	12,8	0,4
	B6	0,184	0,023	19,8	0,6
2C	**najlepsza**	**0,408**	**0,050**	**76,3**	**2,2**
	B4	0,032	0,004	39,2	1,1
	B6	0,376	0,046	37,1	1,1
3C	**najwyższa**	**0,833**	**0,102**	**179,2**	**5,1**
	B4	0,108	0,013	113,1	3,2
	B6	0,725	0,089	66,1	1,9

Źródło: BDM S.A., Lotos

Uważamy, że trudno ocenić projekt na bazie dostarczonych przez spółkę informacji. Brakuje przede wszystkim informacji o potencjach kosztach wydobycia. Zwracamy także uwagę, że środki pozyskane przez spółkę od Skarbu Państwa nie będą przeznaczone na ten cel. Obawiamy się także o harmonogram inwestycji. Jeszcze w połowie ubiegłego roku spółka informowała, że uruchomienie produkcji planowane jest na 2016/17, teraz plan zakłada start na przełomie 2017/18.

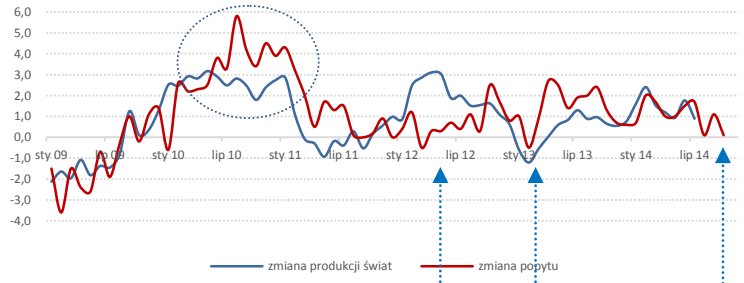
Inne projekty inwestycyjne

Poza wyżej wymienionymi dwoma celami Lotos prowadzi także inne projekty inwestycyjne. Ich finansowanie jest niezależne od emisji akcji. Warto zwrócić uwagę na takie zadania jak:

- Kontynuacja prac nad zagospodarowaniem złoża B8 – komercyjne rozpoczęcie wydobycia planowane na koniec 2015 roku. Konieczne do poniesienia nakłady inwestycyjne to ok. 0,8-1,0 mld PLN (w zależności od źródła). Zasoby pewne i prawdopodobne to 3,4 mln ton ropy (27,0 mln bbl) i 0,3 mld m3 gazu. Szczytowe wydobycie w 2017 roku ma wynieść 2,2 mln bbl ropy.
- Rozwój sieci stacji paliw - spółka planuje zwiększyć liczbę posiadanych stancji paliw do 469 obiektów (w tym 275 klasy premium) do 2015 roku. Na koniec 3Q'14 sieć liczyła 432 punkty (na koniec 2013 było to 422). Planowany CAPEX na lata 2014-15: 200 mln PLN.
- Budowa instalacji WOW (Węzeł Odzysku Wodoru) – instalacja umożliwi wyprodukowanie dodatkowych 100 tys ton LPG, 9 tys ton wodoru i 25 tys ton benzyny. CAPEX = 126,5 mln PLN, do poniesienie głównie w okresie 2015-16.
- Akwizycja nowego aktywa produkcyjnego w Norwegii w celu wykorzystania aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego (pozostałość po inwestycji w Yme). Malo prawdopodobne, że do transakcji dojdzie w bieżącym roku. Na zakup projektu Heimdal pod koniec 2013 roku spółka wydała umownie 175,8 mln USD (za 9 mln boe), przy czym 45% wartości transakcji zostało rozliczone z wygenerowanych przez projekt przepływów pieniężnych w 2013 roku, od których Lotos nie musiał płacić podatku. Szacujemy, że spółka potrzebowałaby zakupu jeszcze jednego projektu, by rozliczyć aktywo poza projektem Heimdal (po 3Q'14 wartość aktywa wynosiła 1,36 mld PLN).
- Zagospodarowanie pozostałych złóż w ramach projektu Heimdal (3 złoża) – opracowanie planu zagospodarowania planowane jest do końca 2016 roku. Spółka nie podaje szacunków, jakie mogłyby być konieczne nakłady w przypadku pozytywnej decyzji o rozpoczęciu inwestycji.
- Złoże Yme. Spółka posiada 20% w projekcie (udział w zasobach 2C określono na 14,8 mln bbl ropy wg raportu eksperckiego dołączonego do prospektu). Spółka dokonała odpisów całości poniesionych nakładów inwestycyjnych na projekt (blisko 1,7 mld PLN). Rozpoczęcie produkcji planowane było pierwotnie na 2009 rok. Ostatecznie ze względu na wady dostarczonej przez SBM platformy wydobywczej projekt zawieszono a platforma ma zostać usunięta. W ramach porozumienia SBM wypłacił członkom konsorcjum projektu 470 mln USD, które mają pokryć koszty usunięcia wadliwej infrastruktury. Na razie brak decyzji o losach projektu po usunięciu platformy. Możliwa jest sprzedaż projektu, wznowienie działań w kierunku zagospodarowania lub całkowita likwidacja. Spółka nie przedstawiła szacunków jaki wpływ na jej przepływy finansowe miałaby każda z tych decyzji.
- Konieczność dokapitalizowania spółki Lotos Norge kwotą 650 mln NOK (ok. 325 mln PLN). Ze względu na odpisy na Yme spółka na koniec 3Q'14 miała ujemne kapitały własne (-339 mln NOK). Według norweskiego prawa spółki muszą utrzymywać adekwatny do zakresu działalności i ryzyka poziom kapitału. Dodatkowo spółkę obowiązują kowenanty bilansowe dotyczące zadłużenia. Nowe udziały w Lotos Norge mają zostać objęte przez Lotos Petrobaltic w ramach konwersji udzielonych wcześniej pożyczek.

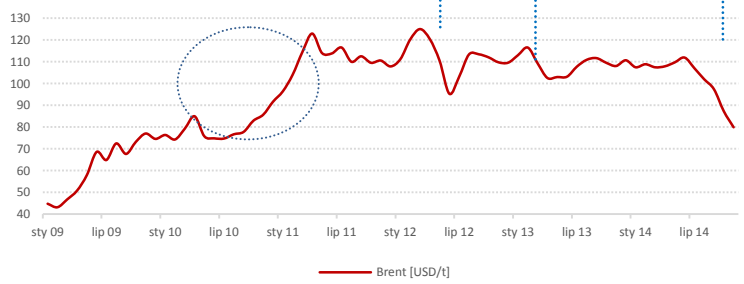
SYTUACJA NA RYNKU RAFINERYJNYM

Przyrost popytu i podaży (produkcji) ropy r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

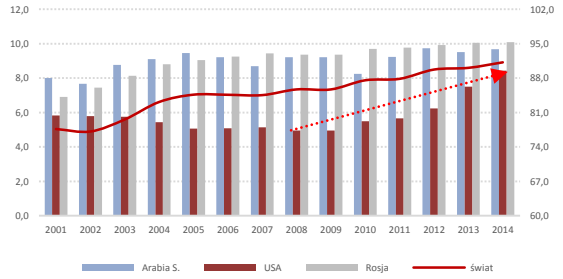
Cena ropy Brent [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

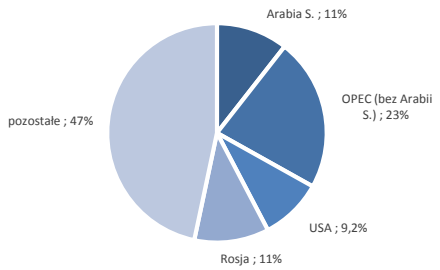
- Głównym wydarzeniem ostatnich tygodni jest przede wszystkim mocny spadek cen ropy, który przyspieszenia nabrał w okresie jesiennym. Trudno wskazać jeden główny czynnik, który stoi za tym zjawiskiem. Z pewnością okresy spadków cen ropy naftowej są pochodną wyhamowywania popytu do zerowej dynamiki. Poprzednio działo się tak i w 2012 i w 2013 roku. Obecna skala spadku jest jednak dużo mocniejsza. Jako jeden z innych powodów podaje się wzrost wydobycia w USA. Amerykańska produkcja ropy rośnie nieprzerwanie w ujęciu rocznym od 2009 rok (5,0 mln bbl średnio do 9,0 mln bbl w X'14), w ostatnich miesiącach zwykle w tempie r/r > 1,0 mln bbl/d. Udział rynkowy amerykańskiej produkcji wzrósł z <6% w 2008 do >9% obecnie, co z pewnością przyczynia się do większej konkurencji cenowej.
- Na 27 listopada planowane jest posiedzenie OPEC, które może zaważyć na strategii kartelu w najbliższych miesiącach. Arabia Saudyjska, której koszty wydobycia są jednymi z najniższych na świecie, nie wyraża na razie presji na działania interwencyjne (ograniczenie podaży), część członków OPEC (a także przede wszystkim Rosja) jest jednak w trudniejszej sytuacji.

Produkcja ropy [mln bbl/d]



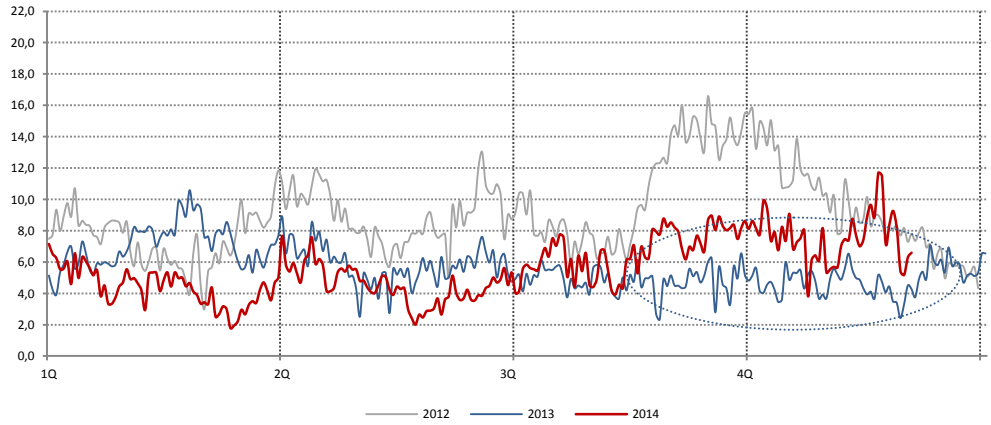
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura rynku producentów ropy



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

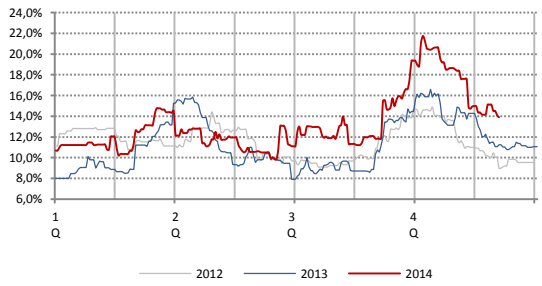
Otoczenie makro w segmencie rafineryjnym w 4Q'14 jest relatywnie dobre dla europejskich rafinerii. Ograniczenie dyferencjału Brent-WTI zmniejsza zyski amerykańskich producentów. W ostatnich tygodniach zauważalna była poprawa spreadu zarówno na benzynie jak i na dieslu. Szczególnie marża na oleju napędowym zasługuje na uwagę, ponieważ przez ostatnie dwa lata była ona albo przeciętna albo słaba.

W październiku marża modelowa Lotosu wyniosła 6,9 USD/bbl. Rok wcześniej było 5,6 USD/bbl. Z naszych obliczeń na bazie danych z Bloomberga wynika, że listopad może być jeszcze lepszy (w XI'13: 5,2 USD/bbl). Powinno to na razie implikować dobre wyniki w segmencie rafineryjnym w 4Q'14. Zwracamy uwagę, że relatywnie wysoki pozostaje jak na ten okres roku odsetek wyłączonych mocy rafineryjnych, dość korzystny jest także stosunek zapasy (produktów)/popyt w USA (szczególnie na benzynie).

Warto zwrócić uwagę na stabilizację w ostatnich miesiącach dyferencjału Ural/Brent pomiędzy 1-2 USD/bbl (w poprzednich miesiącach polskie rafinerie mogły zyskiwać na sporo lepszej bazie r/r, obecnie ten efekt zanikł).

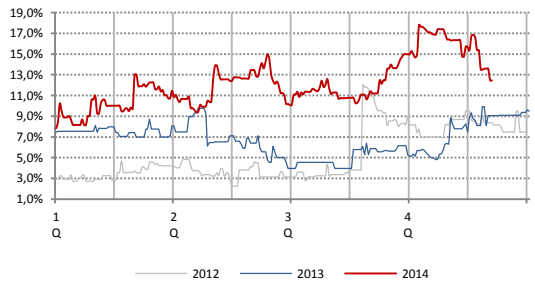
Od drugiej połowy 3Q'14 na poziomie około 8 USD/mmBTU utrzymują się europejskie ceny gazu. Po letnim dołku widać odbicie (dodatkowo cena zachowuje się dobrze mimo presji na ropie), jednak nadal jest to wyraźnie niżej w ujęciu r/r.

Odsetek wyłączonych/wstrzymanych mocy rafineryjnych w Europie/Afryce



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Odsetek wyłączonych/wstrzymanych mocy rafineryjnych w USA

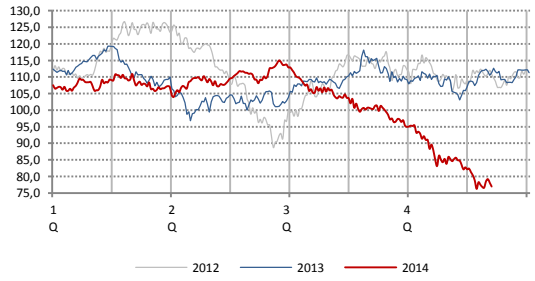


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Odsetek wyłączonych/wstrzymanych mocy rafineryjnych na świecie

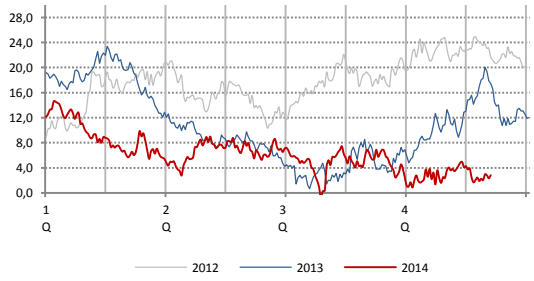
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Brent [USD/bbl] – r/r



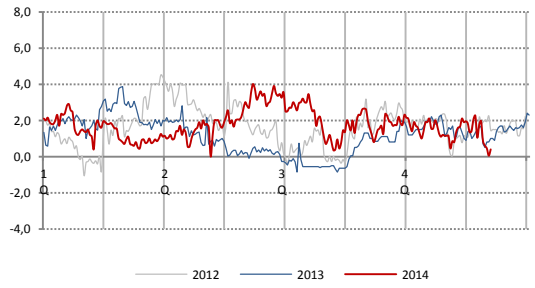
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r



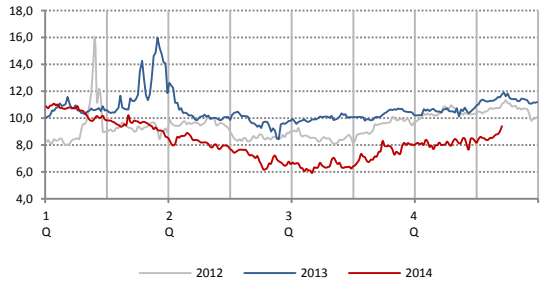
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl] r/r



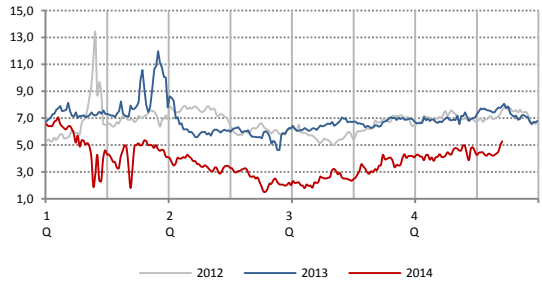
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Neste Oil

Cena gazu NBP UK [USD/mmBTU]



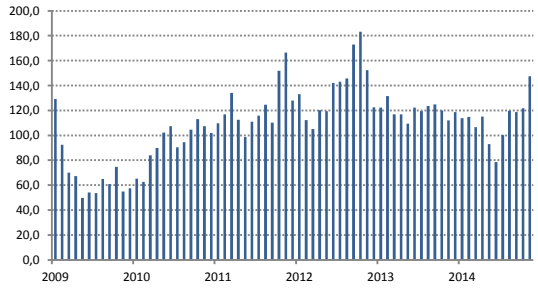
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Spread ceny gazu NBP UK – Henry HUB USA [USD/mmBTU]



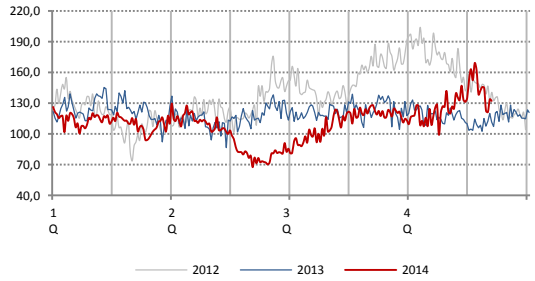
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Diesel marża [USD/t]



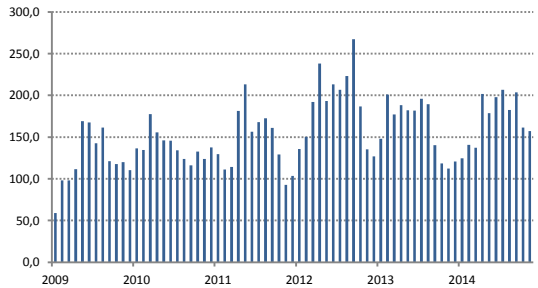
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Diesel marża [USD/t] r/r



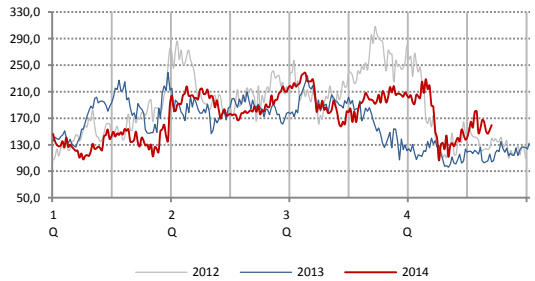
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna marża [USD/t]



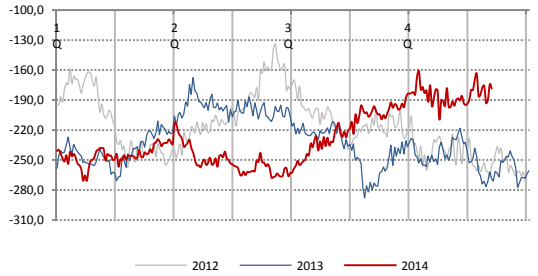
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna marża [USD/t] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

COO marża [USD/t] r/r

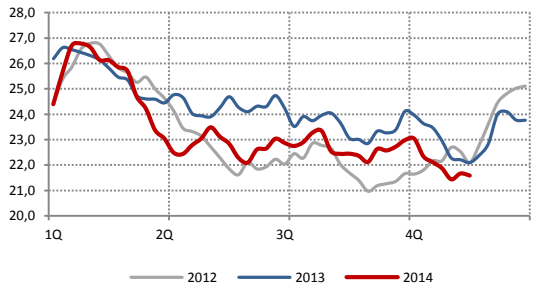


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

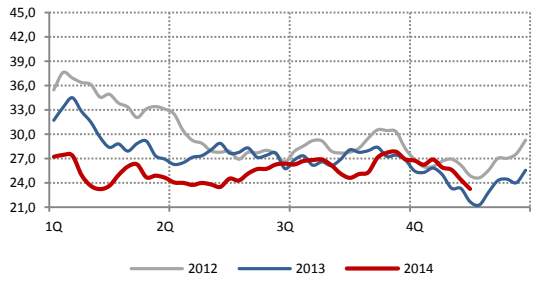
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna – zapasy/popyt w USA [dni]



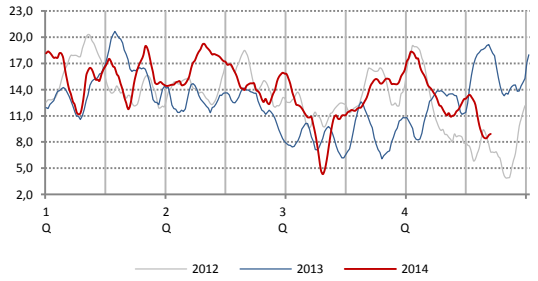
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Destylaty – zapasy/popyt w USA [dni]



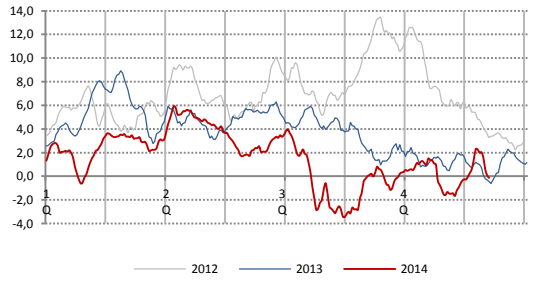
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Marża rafineryjna Gulf Coast LLS Cracking [USD/bbl]



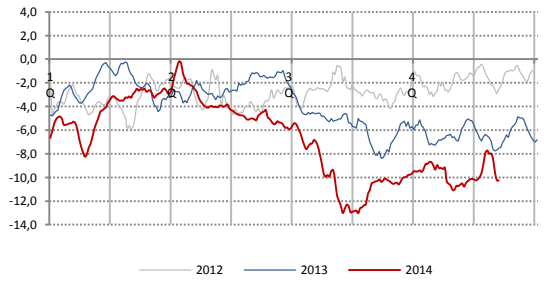
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, średnia 5-dni

Marża rafineryjna NWE Brent Cracking [USD/bbl]



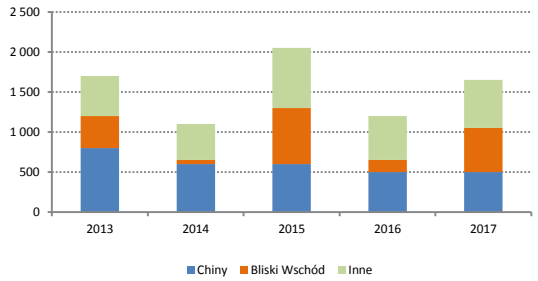
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, średnia 5-dni

Marża rafineryjna NWE Brent Hydroskimming [USD/bbl]



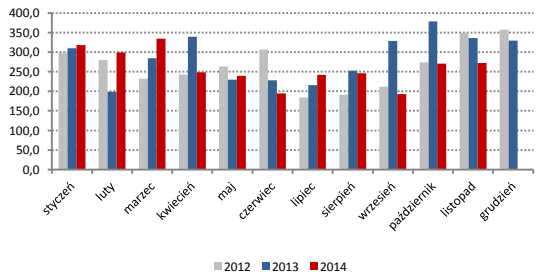
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, średnia 5-dni

Planowane otwarcia mocy rafineryjnych netto w latach 2013-2017 [mln bbl/d]



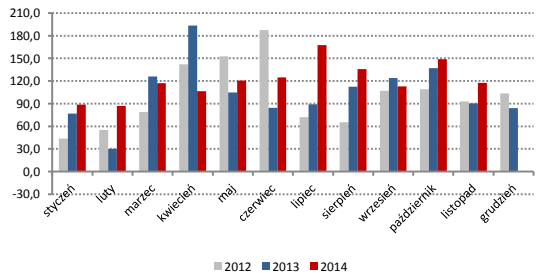
Źródło: BDM S.A., Valero, wzrost popytu szacowany jest na 1,2-1,4 mld bbl/d

Benzyna – premia lądowa w Polsce [USD/t]



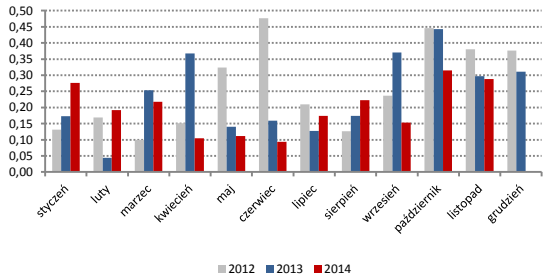
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Eurostat, (cena detal bez podatków – NWE)

ON – premia lądowa w Polsce [USD/t]



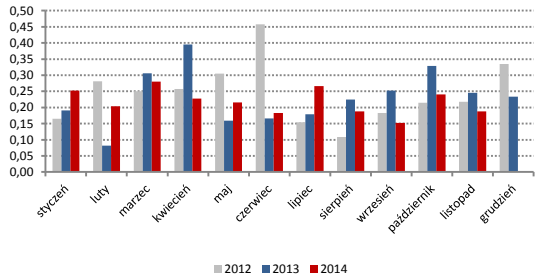
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Eurostat, (cena detal bez podatków – NWE)

Benzyna – marża detaliczna [PLN/l]



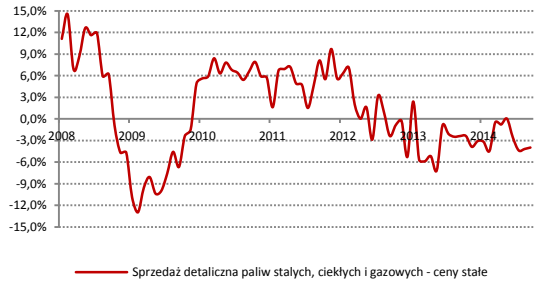
Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)

ON – marża detaliczna [PLN/l]



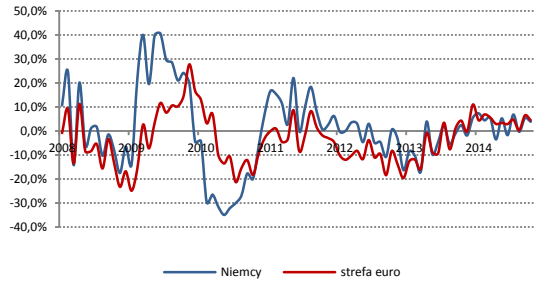
Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)

Dynamika sprzedaży paliw w Polsce r/r – ceny stałe



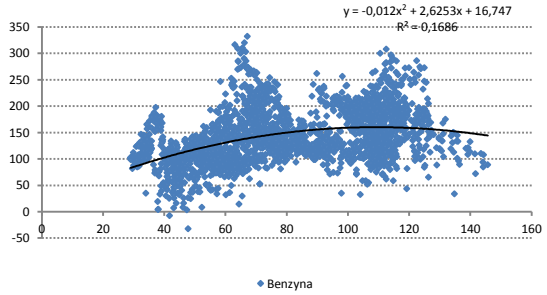
Źródło: BDM S.A., GUS

Dynamika sprzedaży aut w strefie euro i w Niemczech



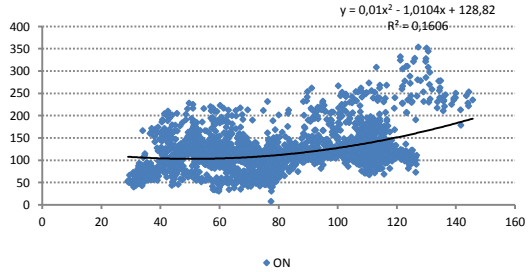
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża na benzynie [USD/t] vs cen Brent [USD/bbl]



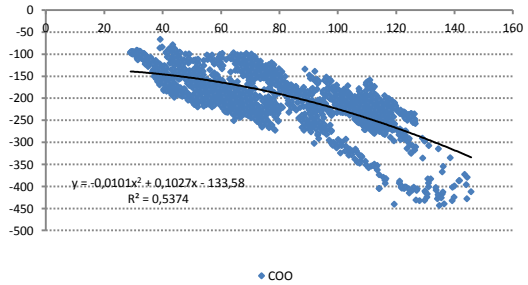
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża na oleju napędowym [USD/t] vs cen Brent [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża na ciężkim oleju opałowym [USD/t] vs cen Brent [USD/bbl]



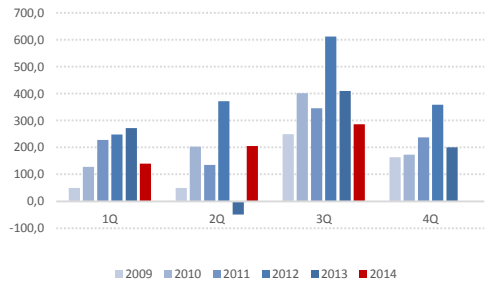
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Im niższe ceny tym lepsze marże dla rafinerii. Rzeczywiście znajduje to odzwierciedlenie w kosztach zużyć własnych (oraz marży na ciężkim oleju opałowym), natomiast nie ma prostej korelacji pomiędzy sama marżą na benzynie oraz oleju napędowym a ceną ropy, co prezentujemy na wykresach.

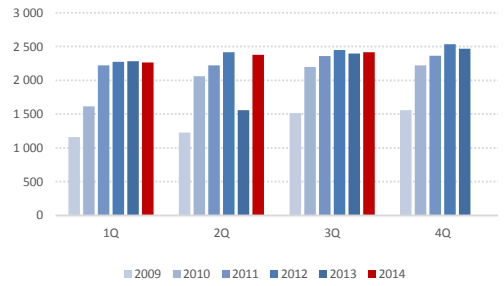
WYNIKI KWARTALNE

Downstream EBITDA LIFO skorygowana* [mln PLN]



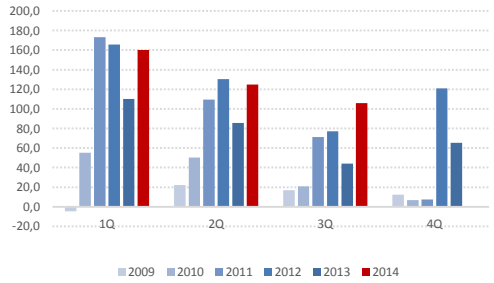
*Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO i różnice kursowe*

Przerób ropy kwartalnie [tys ton]



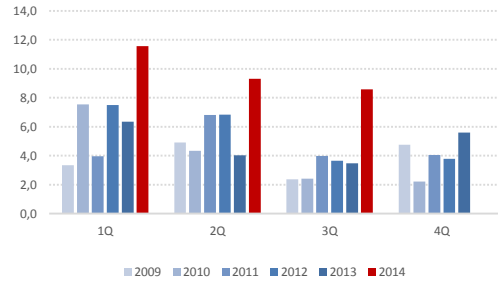
Źródło: BDM S.A., spółka

Upstream EBITDA skorygowana* [mln PLN]



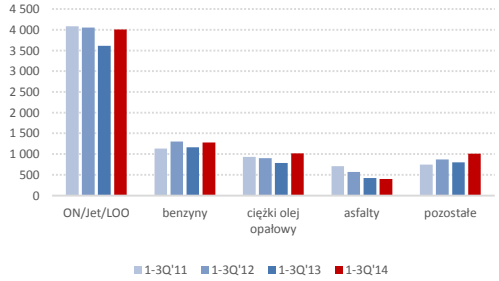
*Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO*

Upstream – sprzedaż ropy i gazu [tys boe/d]



Źródło: BDM S.A., spółka, kwartał=90/91/92 dni

Struktura uzysków za 1-3Q'14 [tys ton]



Źródło: BDM S.A., spółka

- poprawa wyniku EBITDA w upstreamie związana jest z konsolidację projektu Heimdal
- w 2Q'13 spółka miała przestój, stąd niska baza za 1-3Q'13 w przerobie ropy
- w samym 3Q'14 zwracamy uwagę na wzrost w strukturze uzysków ciężkiego oleju opałowego z 7,5% na 10,9%, przy spadku asfaltów z 9,8% na 7,0% (uzyskiwana cena asfaltu jest zwykle o 100-300 PLN/t wyższa); spadek uzysków diesla kompensuje się ze wzrostem w paliwie lotniczym
- w 3Q'13 i 1Q'13 EBITDA LIFO segmentu produkcyjnego jest zawyżona o odpowiednio 170 i 100 mln PLN efektu rozpoznania wyniku z „tanich" warstw ropy (efekt czysto księgowy) – wykres powyżej nie jest o ten efekt oczyszczony

Wyniki za 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	7 787,5	7 549,8	-3,1%	21 062,3	21 926,1	4,1%
EBITDA	496,8	283,5	-42,9%	696,1	272,7	-60,8%
EBITDA LIFO	552,1	335,8	-39,2%	993,0	371,5	-62,6%
EBITDA LIFO skoryg.	**552,1**	**402,5**	-27,1%	**912,7**	**992,2**	**8,7%**
EBITDA LIFO skoryg. ex/FX	488,4	428,8	-12,2%	862,9	1 023,9	18,7%
EBIT	340,2	79,6	-76,6%	213,8	-318,1	-
EBIT LIFO	395,5	131,9	-66,7%	510,7	-219,3	-
EBIT LIFO skorg	395,5	198,6	-49,8%	430,4	401,4	-6,7%
EBIT LIFO skorg ex/FX	331,8	224,9	-32,2%	380,6	433,1	13,8%
Zysk (strata) brutto	387,3	-94,1	-	-5,8	-621,1	-
Zysk (strata) netto	337,2	-35,0	-	63,8	-189,9	-
Marża EBITDA	6,4%	3,8%		3,3%	1,2%	
Marża EBITDA LIFO	7,1%	4,4%		4,7%	1,7%	
Marża EBITDA LIFO skoryg.	**7,1%**	**5,3%**		**4,3%**	**4,5%**	
Marża EBITDA LIFO skoryg. ex/FX	6,3%	5,7%		4,1%	4,7%	
Marża EBIT	4,4%	1,1%		1,0%	-1,5%	
Marża zysku netto	4,3%	-0,5%		0,3%	-0,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., skoryg=oczyszczona o saldo pozostałej działalności operacyjnej, ex/FX=wynik oczyszczony o operacyjne różnice kursowe

Wyniki za 3Q'14 były wyraźnie słabsze od naszych założeń i od konsensusu (wg konsensusu PAP EBIT LIFO miał wynieść 341 mln PLN). Spodziewaliśmy się lepszego wyniku EBITDA LIFO (po oczyszczeniu ze zdarzeń jednorazowych) zarówno w wydobyciu (niska sprzedaż – jedynie 811 tys boe – produkcja była o ok. 20% wyższa) jak i w rafinerii (wynik EBITDA LIFO po oczyszczeniu ze wszystkich one-offów jest słabszy r/r mimo lepszej marży modelowej, co spółka tłumaczy m.in. niekorzystnym trendem na USD/PLN oraz słabszą strukturą uzysków). Pozytywnie zaskoczył jedynie segment detaliczny (najwyższa EBITDA od 3Q'09).

EBITDA za 3Q'2014 skorygowana o efekt LIFO, zdarzenia jednorazowe oraz operacyjne różnice kursowe

	EBITDA	EBITDA LIFO skoryg ex FX
Razem	283,5	428,8
Segment wydobywczy	40,9	105,9
Segment produkcji i handlu	206,9	287,2
w tym: detal	39,8	39,8
Pozostałe	3,4	3,4
Korekty konsolidacyjne	32,3	32,3
saldo PPO/PKO		-66,7
efekt LIFO*		52,3
operacyjne FX*		-26,3

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *przypisane do segmentu produkcyjnego*

Dodatkowo spółka dokonała odpisów – saldo pozostałej działalności operacyjnej na poziomie -66,7 mln PLN, z czego za -65,0 mln PLN odpowiada upstream (koszty odpisów z tytułu pustych odwiertów na Morzu Bałtyckim i na Litwie oraz zwiększenie rezerwy na przyszłe zobowiązania z tytułu likwidacji infrastruktury wydobywczej na złożu Yme). Wynik netto został obciążony przez ujemne różnice kursowe oraz straty na hedgingu.

Spółka dokonała reklasyfikacji zasobów w produkcji do zasobów warunkowych dla złoża Yme w związku z przedłużającym się wyborem koncepcji zagospodarowania złoża, trwającymi analizami wariantów zagospodarowania, w tym możliwością podjęcia analiz scenariusza likwidacji złoża.

Zasoby 2P ropy i gazu oraz produkcja [mln boe]

	3Q'13	2Q'14	3Q'14	3Q'14 produkcja
Polska	34,5	40,9	37,8	0,35
Norwegia	13,3	18,6	5,4*	0,47
Litwa	7,7	7,3	7,8	0,13
razem	**55,5**	**66,8**	**51,0**	**0,96**

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, 1000 m3 gazu = 6,29 boe, *reklasyfikacja zasobów Yme*

Po stronie gotówkowej spółka pokazała bardzo dobry cash flow operacyjny, blisko 0,6 mld PLN (vs +0,2 mld PLN w 3Q'13), co jest najwyższym wynikiem od 4Q'11. Historycznie także końcówka roku jest zwykle dobra po tym względem. Mimo że CAPEX był dość niski (0,15 mld PLN), to zadłużenie netto nawet lekko się zwiększyło (6,1 mld PLN vs 6,0 mld PLN po 2Q'14) ze względu na przeszacowanie długu dolarowego (zwracamy uwagę, że część różnic kursowych idzie przez kapitał własny).

Po 1-3Q'14 spółka wypracowała ok. 1,0 mld PLN oczyszczonej EBITDA LIFO (wyniki raportowane są obciążone przez odpis na Yme). Wynik jest wyraźnie lepszy r/r – w 2Q'13 spółka miała przestój remontowy, od początku roku konsolidowany jest norweski projekt Heimdal a w każdym z Q lepszy był wynik detalu.

Zwracamy uwagę, że od EBITDA LIFO za 1-3Q'13 należy odjąć jeszcze 270 mln PLN rozpoznanego wyniku na „tanich" warstwach ropy. Ograniczenie zapasów w tamtym okresie spowodowane przez fakt, że zakupy ropy były mniejsze niż przerób, przełożyło się w taki sposób, że do efektu LIFO spółka jako „ostatnią" baryłkę kalkulowała przejściowo warstwy ropy nabyte kilka lata temu po o wiele niższych cenach – efekt może znów pojawić się, gdy od 2015 zacznie się ograniczanie zapasów obowiązkowych.

Oczyszczona EBITDA (dane historyczne)

	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14
Marża modelowa [USD/bbl] wg LTS	8,7	9,8	8,9	7,4	6,0	4,3	5,5	5,0	5,0	7,0
Rafineria: wolumen sprzedaży [tys t]	2 562,1	2 583,0	2 614,6	2 290,7	1 995,6	2 512,9	2 553,0	2 436,4	2 448,0	2 575,9
Upstream: wolumen sprzedaży:										
- ropa [tys t]	80,0	43,3	44,9	73,6	47,3	41,0	65,9	73,5	89,2	60,4
- gaz [mln m3]	2,9	2,5	2,6	2,6	3,1	2,9	2,9	78,3	28,0	54,2
Ropa Brent [USD/bbl]	108,3	109,5	110,1	112,6	102,4	110,2	109,2	108,2	109,7	102,0
Przychody [mln PLN]	**8 384,1**	**8 568,8**	**8 325,8**	**7 177,4**	**6 118,8**	**7 796,3**	**7 504,8**	**7 177,0**	**7 199,3**	**7 549,8**
Wydobycie	237,3	125,4	132,8	196,1	136,6	118,3	172,9	258,8	240,1	198,1
Produkcja	6 842,4	6 946,5	6 819,9	5 872,8	4 691,8	6 192,2	6 024,5	5 678,7	5 649,0	5 885,4
Detal	1 476,2	1 583,8	1 453,0	1 304,1	1 419,0	1 602,6	1 480,3	1 369,0	1 509,2	1 595,1
Inne/korekty	-171,8	-86,9	-79,9	-195,6	-128,6	-116,8	-172,9	-129,5	-199,0	-128,8
EBITDA LIFO ex/FX adj[mln PLN]**	**536,0**	**724,5**	**481,2**	**337,2**	**41,4**	**489,0**	**231,8**	**284,5**	**310,6**	**428,8**
marża	6,4%	8,5%	5,8%	4,7%	0,7%	6,3%	3,1%	4,0%	4,3%	5,7%
Wydobycie	131,0	77,1	69,5	110,1	85,7	43,9	65,2	156,6	124,9	105,9
Produkcja	356,7	595,3	347,4	278,4	-59,8	388,9	192,9	121,7	187,6	245,7
Detal	15,0	16,6	11,3	-6,3	10,6	20,6	7,3	17,6	17,0	39,8
Inne/korekty	33,3	35,5	53,0	-45,0	4,9	35,6	-33,6	-11,4	-18,9	37,4

*Źródło: BDM S.A., spółka, *obliczenia własne z notowań Bloomberga, marża uwzględnia dyferencjał, wzór:* = 12,2% benzyna + 5,9% benzyna surowa + 48,3% diesel + 5,4% Jet + 20,5% ciężki olej opałowy – 92,3% Ural. ***wynik oczyszczony o wycenę zapasów, operacyjny różnice kursowe oraz saldo pozostałej działalności operacyjnej*

Segment produkcyjny – uzyski i sprzedaż [tys ton]

	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14
uzyski													
Benzyny	397	415	415	451	437	493	416	305	444	469	403	431	447
ON	1 245	1 202	1 046	1 158	1 230	1 148	1 008	810	1 243	1 216	1 048	1 146	1 147
Jet	141	113	115	153	131	131	159	67	127	118	126	169	204
LOO	81	127	117	47	59	115	109	39	54	82	77	39	50
COO	203	215	369	258	273	306	380	208	198	334	425	299	290
Pozostałe	587	536	387	517	537	499	357	303	563	488	374	497	533
Suma	2 654	2 608	2 448	2 584	2 668	2 693	2 430	1 731	2 628	2 707	2 454	2 581	2 672
struktura													
Benzyny	14,9%	15,9%	17,0%	17,4%	16,4%	18,3%	17,1%	17,6%	16,9%	17,3%	16,4%	16,7%	16,7%
ON	46,9%	46,1%	42,7%	44,8%	46,1%	42,6%	41,5%	46,8%	47,3%	44,9%	42,7%	44,4%	42,9%
Jet	5,3%	4,3%	4,7%	5,9%	4,9%	4,9%	6,6%	3,9%	4,8%	4,3%	5,1%	6,6%	7,6%
LOO	3,1%	4,9%	4,8%	1,8%	2,2%	4,3%	4,5%	2,2%	2,1%	3,0%	3,1%	1,5%	1,9%
COO	7,6%	8,3%	15,1%	10,0%	10,2%	11,4%	15,6%	12,0%	7,5%	12,3%	17,3%	11,6%	10,9%
Pozostałe	22,1%	20,5%	15,8%	20,0%	20,1%	18,5%	14,7%	17,5%	21,4%	18,0%	15,2%	19,3%	19,9%
	3Q'11	**4Q'11**	**1Q'12**	**2Q'12**	**3Q'12**	**4Q'12**	**1Q'13**	**2Q'13**	**3Q'13**	**4Q'13**	**1Q'14**	**2Q'14**	**3Q'14**
sprzedaż													
Benzyny	446	460	514	465	474	541	435	365	496	504	440	437	463
ON	1 261	1 267	1 022	1 196	1 224	1 151	1 026	1 052	1 178	1 140	1 135	1 143	1 148
Jet	139	103	126	142	137	137	140	78	124	109	125	172	210
LOO	74	134	117	51	62	108	110	44	52	87	79	39	51
COO	148	162	310	214	253	299	358	196	202	330	427	299	297
Pozostałe	509	453	242	524	449	401	226	263	465	387	317	363	460
Suma	2 576	2 579	2 330	2 591	2 599	2 638	2 294	1 999	2 516	2 556	2 523	2 454	2 628
struktura													
Benzyny	16,8%	17,6%	21,0%	18,0%	17,8%	20,1%	17,9%	21,1%	18,9%	18,6%	17,9%	16,9%	17,3%
ON	47,5%	48,6%	41,7%	46,3%	45,9%	42,7%	42,2%	60,8%	44,8%	42,1%	46,3%	44,3%	43,0%
Jet	5,2%	3,9%	5,1%	5,5%	5,1%	5,1%	5,8%	4,5%	4,7%	4,0%	5,1%	6,7%	7,8%
LOO	2,8%	5,1%	4,8%	2,0%	2,3%	4,0%	4,5%	2,6%	2,0%	3,2%	3,2%	1,5%	1,9%
COO	5,6%	6,2%	12,6%	8,3%	9,5%	11,1%	14,7%	11,3%	7,7%	12,2%	17,4%	11,6%	11,1%
Pozostałe	19,2%	17,4%	9,9%	20,3%	16,8%	14,9%	9,3%	15,2%	17,7%	14,3%	12,9%	14,1%	17,2%

Źródło: BDM S.A., spółka, benzyny = benzyna +benzyna surowa+ reformat

PROGNOZA WYNIKÓW

Wyniki skonsolidowane 3Q'11-3Q'14 oraz prognoza 4Q'14 [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14P
Dated Brent FOB	118,6	108,3	109,5	110,1	112,6	102,4	110,2	109,2	108,2	109,7	102,0	82,0
Ural CIF Rotterdam	116,9	106,3	108,7	108,6	110,5	101,9	110,0	107,8	106,8	107,5	100,2	80,7
Dyferencjał Brent - Ural	1,3	2,1	0,7	1,1	1,7	0,7	0,2	1,4	1,4	2,2	1,8	1,3
Modelowa marża rafineryjna*	7,0	8,7	9,8	8,9	7,4	6,0	4,3	5,5	5,0	5,0	7,0	7,5
USD/PLN średni	3,2	3,3	3,3	3,2	3,1	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	3,1	3,3
USD/PLN [eop]	3,1	3,4	3,2	3,1	3,3	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0	3,3	3,3
Przerób ropy [tys t]	2 273	2 416	2 450	2 535	2 282	1 557	2 398	2 466	2 267	2 379	2 417	2 443
Wykorzystanie mocy	86,8%	92,2%	98,7%	95,8%	89,8%	84,4%	90,6%	93,1%	87,5%	90,8%	91,3%	92,3%
Sprzedaż produktów [tys t]	2 307	2 562	2 583	2 615	2 291	1 996	2 513	2 553	2 436	2 448	2 576	2 592
Wydobycie ropy [tys t]	84,1	65,9	57,0	55,3	53,5	53,5	53,5	58,9	81,9	67,1	78,3	69,5
Sprzedaż ropy [tys t]	87,0	80,0	43,3	44,9	73,6	47,3	41,0	65,9	73,5	89,2	60,4	69,5
Wydobycie gazu [mln m3]	7,3	5,3	4,2	4,1	3,8	3,9	3,9	5,2	80,1	28,9	56,1	59,6
Sprzedaż gazu [mln m3]	2,4	2,9	2,5	2,6	2,6	3,1	2,9	2,9	78,3	28,0	54,2	57,8
Sieć stacji [szt]	365	368	368	405	405	407	416	439	426	430	432	436
Przychody	7 832	8 384	8 569	8 326	7 177	6 119	7 796	7 505	7 177	7 199	7 550	6 887
Wydobycie	264	237	125	133	196	137	118	173	259	240	198	203
Rafineria	6 412	6 842	6 947	6 820	5 873	4 692	6 192	6 025	5 679	5 649	5 885	5 477
Detal	1 366	1 476	1 584	1 453	1 304	1 419	1 603	1 480	1 369	1 509	1 595	1 332
Inne/korekty	-210	-172	-87	-80	-196	-129	-117	-173	-130	-199	-129	-126
EBIT	419,0	-861,4	603,8	139,7	-25,6	-100,8	340,8	-67,9	17,3	-415,0	79,6	2,4
Wydobycie	134,5	-835,8	46,4	-25,3	70,3	122,5	9,3	-46,7	57,6	-483,3	-46,9	64,3
Rafineria	361,7	-60,2	520,2	167,6	-29,8	-223,1	292,3	-1,4	-35,0	89,9	69,3	-65,1
efekt LIFO	232,7	-204,6	-22,2	-60,8	-155,3	-86,3	-55,3	-79,7	-56,0	9,5	-52,3	-361,4
Rafineria LIFO	129,0	144,4	542,4	228,4	125,5	-136,8	347,6	78,3	21,0	80,4	121,6	296,3
Rafineria LIFO ex/FX	130,5	235,7	478,0	231,2	157,7	-155,1	283,9	51,4	22,2	84,6	147,9	307,8
Detal	-16,3	2,7	4,0	-2,2	-19,2	-3,1	5,5	-7,3	3,4	2,7	23,3	3,2
Inne/korekty	-60,9	31,9	33,2	-0,4	-46,9	2,9	33,7	-12,5	-8,7	-24,3	33,9	0,0
Operacyjne różnice kursowe (FX)	-1,5	-91,3	64,4	-2,8	-32,2	18,3	63,7	26,9	-1,2	-4,2	-26,3	-11,5
EBIT LIFO	186,3	-656,8	626,0	200,5	129,7	-14,5	396,1	11,8	73,3	-424,5	131,9	363,8
EBIT LIFO ex/FX	187,8	-565,5	561,6	203,3	161,9	-32,8	332,4	-15,1	74,5	-420,3	158,2	375,3
marża	2,4%	-6,7%	6,6%	2,4%	2,3%	-0,5%	4,3%	-0,2%	1,0%	-5,8%	2,1%	5,4%
zdarzenia jednorazowe	19,5	-936,9	1,6	-105,7	-6,4	86,6	0,0	-77,1	4,3	-558,3	-66,7	0,0
EBIT LIFO ex/FX adj**	168,3	371,4	560,0	309,0	168,3	-119,4	332,4	62,0	70,2	138,0	224,9	375,3
marża	2,1%	4,4%	6,5%	3,7%	2,3%	-2,0%	4,3%	0,8%	1,0%	1,9%	3,0%	5,4%
Amortyzacja	165,3	164,6	164,5	172,2	168,9	160,8	156,6	169,8	214,3	172,6	203,9	171,3
EBITDA	584,3	-696,8	768,3	311,9	143,3	60,0	497,4	101,9	231,6	-242,4	283,5	173,7
EBITDA LIFO ex/FX adj**	333,6	536,0	724,5	481,2	337,2	41,4	489,0	231,8	284,5	310,6	428,8	546,6
marża	4,3%	6,4%	8,5%	5,8%	4,7%	0,7%	6,3%	3,1%	4,0%	4,3%	5,7%	7,9%
Wydobycie	165,7	131,0	77,1	69,5	110,1	85,7	43,9	65,2	156,6	124,9	105,9	135,3
Produkcja	230,6	356,7	595,3	347,4	278,4	-59,8	388,9	192,9	121,7	187,6	245,7	388,5
Detal	-3,9	15,0	16,6	11,3	-6,3	10,6	20,6	7,3	17,6	17,0	39,8	19,9
Inne/korekty	-58,8	33,3	35,5	53,0	-45,0	4,9	35,6	-33,6	-11,4	-18,9	37,4	2,9
Działalność finansowa	318,0	-426,3	145,2	23,2	-194,7	-71,5	46,8	10,9	-38,4	-90,9	-173,6	-85,4
Jednostki stowarzyszone	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,3	-0,1	1,5	-1,0
Podatek	139,9	-758,7	122,9	-65,9	-73,0	-46,2	50,4	-32,6	11,3	-383,4	-59,0	27,4
Zyski mniejszości	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	597,0	-528,8	626,0	228,8	-147,3	-126,1	337,2	-24,4	-32,4	-122,5	-35,0	-111,3
Dług netto**	6 887	6 933	6 186	6 122	6 202	5 949	5 574	5 708	5 996	6 019	6 101	5 119
Dług netto/EBITDA adj***	5,5	4,4	3,3	3,0	3,0	3,8	4,1	5,2	5,7	4,6	4,9	3,3

*Źródło: BDM S.A., spółka, *wg spółki, ** bez leasingu, wyceny hedgingu, ***wynik oczyszczony o LIFO, operacyjny różnice kursowe oraz saldo PPO/PKO*

Na bazie obecnie obserwowanych marż rafineryjnych uważamy, że 4Q'14 może być dla spółki dość dobry (w przeciwieństwie do 3Q'14 na wynikach nie powinien ciążyć już trend umacniającego się skokowo USD). Baza z ubiegłego roku jest relatywnie niska. Wyniki raportowane będą jednak obciążone przez wycenę zapasów (mocny spadek cen ropy w 4Q'14).

Prognozę ceny ropy Brent oparto o krzywą forward z notowań na NYMEX do końca 2016 roku. W kolejnych okresach przyjęto stały poziom 100 USD/bbl. Długoterminowy dyferencjał Brent – Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl. Zakładany wzrost EBIT LIFO w 2015/16 ma swoje źródło głównie w niższych kosztach przerobu (zużycia własne oraz koszty gazu). W kolejnych latach cena ropy w naszym modelu wraca do 100 USD/bbl, więc rośnie koszt zużyć własnych (z ceną ropy powiązana jest także taryfa gazowa). Modelowe zużycia własne to 4,1% (przy rocznym przerobie na poziomie 70 mln bbl daje to blisko 3 mln bbl rocznie).

Na 2017 i 2021 rok założony jest przestój. Od 2017 roku uwzględniamy działanie WOW a od połowy 2018 działanie DCU, co drastycznie zmienia strukturę uzysków (spadek ciężkich frakcji o 1,7 mln ton rocznie, w zamian powstaje diesel, koks oraz inne produkty). Od początku 2016 roku eksploatowane ma być złoże B8 (spodziewana produkcja 2,0-2,2 mln bbl rocznie w pierwszych latach produkcji) a od 2018 złoża B4/B6. Dość szybko po 2015 zmaleje znaczenie złóż z projektu Heimdal. Założono wydobycie do wyczerpania obecnych zasobów 2P (2C dla B4/B6) ze wszystkich złóż.

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2014 kons	2014 BDM	odchylenie	2015 kons	2015 BDM	odchylenie	2016 kons	2016 BDM	odchylenie
Przychody ze sprzedaży	29 046	28 813	-0,8%	28 439	24 964	-12,2%	28 285	25 402	-10,2%
EBITDA	1 318	446	-66,1%	1 564	1 646	5,2%	1 799	2 218	23,3%
EBIT	494	-316	-	781	866	10,8%	941	1 370	45,6%
Zysk netto	377	-301	-	412	463	12,3%	552	930	68,5%
Dług netto	5 208	5 119	-1,7%	5 452	5 423	-0,5%	5 246	4 885	-6,9%
Amortyzacja	823	762	-7,4%	783	780	-0,4%	858	848	-1,2%

Źródło: BDM S.A., Bloomeberg (konsensus), prognozy BDM=wyniki raportowane (nieskorygowane o one-off'y)

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

Data rekomendacji	2014	2015
2014-11-18	583	1 009
2014-11-17	707	1 421
2014-11-17	1 605	1 661
2014-11-13	1 465	1 484
2014-11-05	1 846	1 919
2014-11-05	854	1 545
2014-10-27	1 341	1 644
2014-08-27	1 231	1 257
2014-08-19	1 419	1 613
2014-08-14	1 650	1 750
2014-07-11	1 749	1 905

Źródło: BDM S.A., Bloomeberg

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Dated Brent FOB	111,6	108,6	100,5	81,1	84,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ural CIF Rotterdam	110,1	107,6	98,8	80,0	83,5	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0
Dyferencjał Brent - Ural	1,3	1,0	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafineryjna*	8,6	5,8	6,1	5,9	6,6	5,7	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
USD/PLN średni	3,3	3,2	3,1	3,2	3,1	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
USD/PLN [eop]	3,1	3,0	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Przerób ropy [tys t]	9 674	8 703	9 505	9 539	9 656	9 073	9 914	9 904	9 899	9 102	9 926	9 944	9 962
Wykorzystanie mocy	93,3%	89,9%	90,5%	90,1%	91,0%	92,8%	92,8%	92,7%	92,6%	93,1%	92,9%	93,0%	93,2%
Produkcja: [tys t]													
Diesel/Jet/LOO	5 450	5 032	5 385	5 460	5 526	5 142	6 045	6 470	6 470	5 930	6 464	6 464	6 464
Benzyna	1 442	1 348	1 453	1 449	1 446	1 341	1 453	1 453	1 453	1 339	1 452	1 452	1 452
COO/Asfalty	1 963	1 712	1 922	1 950	1 973	1 842	1 182	358	358	333	358	358	358
Inne	1 539	1 405	1 647	1 670	1 693	1 665	1 907	2 003	2 003	1 837	2 001	2 001	2 001
Wydobycie ropy [tys t]	262,3	219,4	296,8	282,5	516,2	539,9	537,4	509,7	451,4	434,6	417,7	402,3	388,0
Wydobycie gazu [mln m3]	20,9	16,8	224,7	221,1	161,4	103,5	293,8	329,3	277,4	226,2	225,1	224,0	198,0
Sieć stacji [szt]	405	439	436	469	477	485	493	501	509	517	525	533	541
Przychody	33 111	28 597	28 813	24 964	25 402	28 792	29 943	29 968	29 483	28 666	29 446	29 482	29 505
Wydobycie	760	624	900	735	1 172	1 352	1 535	1 491	1 299	1 209	1 148	1 102	1 043
Rafineria	27 021	22 781	22 690	19 154	19 346	22 221	22 997	22 875	22 394	21 442	22 053	21 901	21 744
Detal	5 879	5 806	5 805	5 531	5 840	6 409	6 544	6 680	6 817	7 007	7 201	7 403	7 610
Inne/korekty	-549	-614	-583	-456	-956	-1 190	-1 133	-1 079	-1 027	-991	-957	-923	-892
EBIT	301,1	146,5	-315,7	865,6	1 369,6	1 509,9	1 494,5	1 502,1	1 391,5	1 227,7	1 317,9	1 286,1	1 245,2
Wydobycie	-680,2	155,4	-408,3	94,3	388,0	608,0	771,0	641,8	559,3	512,2	471,9	440,6	407,5
Rafineria	989,3	38,0	59,1	748,3	953,4	861,9	679,2	814,7	785,2	666,4	794,6	791,6	781,2
efekt LIFO	-54,9	-376,6	-460,2	-124,8	6,4	310,6	-33,4	-32,3	-33,5	-5,0	-4,4	-4,4	-4,5
Rafineria LIFO	1 044,2	414,6	519,3	873,1	947,0	551,4	712,6	846,9	818,7	671,4	799,0	796,1	785,7
Rafineria LIFO ex/FX	1 075,4	337,9	562,5	873,1	947,0	551,4	712,6	846,9	818,7	671,4	799,0	796,1	785,7
Detal	-11,8	-24,1	32,6	23,0	28,2	39,9	44,4	45,6	46,9	49,1	51,5	53,9	56,5
Inne/korekty	3,8	-22,8	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO	356,0	523,1	144,5	990,4	1 363,2	1 199,3	1 527,9	1 534,4	1 424,9	1 232,7	1 322,4	1 290,6	1 249,6
EBIT LIFO ex/FX	387,2	446,4	187,7	990,4	1 363,2	1 199,3	1 527,9	1 534,4	1 424,9	1 232,7	1 322,4	1 290,6	1 249,6
marża	1,2%	1,6%	0,7%	4,0%	5,4%	4,2%	5,1%	5,1%	4,8%	4,3%	4,5%	4,4%	4,2%
zdarzenia jednorazowe	-953,3	21,7	-620,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO ex/FX adj**	1 340,5	424,7	808,4	990,4	1 363,2	1 199,3	1 527,9	1 534,4	1 424,9	1 232,7	1 322,4	1 290,6	1 249,6
marża	4,0%	1,5%	2,8%	4,0%	5,4%	4,2%	5,1%	5,1%	4,8%	4,3%	4,5%	4,4%	4,2%
Amortyzacja	657,5	642,5	762,1	780,1	848,5	826,7	885,2	1 032,3	944,7	914,1	897,9	880,3	865,2
EBITDA	958,6	789,0	446,4	1 645,7	2 218,1	2 336,6	2 379,7	2 534,4	2 336,2	2 141,8	2 215,8	2 166,4	2 110,4
EBITDA LIFO ex/FX adj**	1 998,0	1 067,2	1 570,5	1 770,5	2 211,7	2 026,0	2 413,1	2 566,7	2 369,6	2 146,8	2 220,2	2 170,9	2 114,8
marża	6,0%	3,7%	5,5%	7,1%	8,7%	7,0%	8,1%	8,6%	8,0%	7,5%	7,5%	7,4%	7,2%
Działalność finansowa	53,7	-207,1	-389,4	-84,2	-143,9	-147,7	-120,9	-89,1	-56,0	-41,2	-23,6	-8,1	2,6
Jednostki stowarzyszone	4,1	-18,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek	-561,8	-98,1	-403,8	318,7	295,4	304,9	304,6	318,1	237,9	278,7	299,3	294,9	288,6
Zyski mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	927,8	39,4	-301,3	462,8	930,3	1 057,3	1 069,0	1 095,0	1 097,6	907,9	995,1	983,0	959,2
Dług netto	6 168	5 686	5 119	5 423	4 885	4 276	3 058	1 751	773	135	-409	-623	-953
Dług netto/EBITDA adj**	3,1	5,3	3,3	3,1	2,2	2,1	1,3	0,7	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,5

Źródło: *BDM S.A. *wg benchmarku spółki, **wynik oczyszczony o LIFO, operacyjny różnice kursowe oraz saldo PPO/PKO*

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	11 504	11 981	12 226	13 185	14 028	14 447	14 023	13 489	13 198	13 017	12 850	12 702	12 567
Wartości niematerialne i prawne	543	705	658	591	526	469	415	368	327	291	259	232	209
Rzeczowe aktywa trwałe	9 645	10 009	9 925	11 072	12 078	12 630	12 327	11 898	11 649	11 504	11 367	11 247	11 136
Pozostałe aktywa trwałe	1 316	1 266	1 644	1 522	1 424	1 348	1 281	1 223	1 223	1 223	1 223	1 223	1 223
Aktywa obrotowe	8 501	8 304	8 036	7 134	6 875	7 080	7 453	7 763	7 411	7 369	7 422	7 312	7 474
Zapasy	5 963	5 729	4 798	4 592	4 233	4 461	4 492	4 518	4 382	4 247	4 224	4 397	4 426
Należności krótkoterminowe	1 716	1 668	1 663	1 441	1 470	1 671	1 724	1 725	1 705	1 660	1 707	1 710	1 713
Inwestycje krótkoterminowe	822	907	1 575	1 101	1 172	949	1 238	1 521	1 323	1 462	1 490	1 205	1 335
-środki pieniężne i ekwiwalenty	389	525	1 193	720	790	567	856	1 139	942	1 081	1 109	823	953
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	20 005	20 285	20 263	20 319	20 903	21 527	21 476	21 252	20 609	20 387	20 272	20 014	20 041
Kapitał (fundusz) własny	9 066	9 190	9 563	10 194	11 193	12 282	13 063	13 861	14 430	14 789	15 103	15 340	15 561
Zobowiązania i rezerwy na zob.	10 939	11 095	10 700	10 125	9 710	9 245	8 414	7 391	6 179	5 598	5 169	4 674	4 479
Rezerwy na zobowiązania	871	1 296	1 296	1 296	1 296	1 296	1 296	1 296	1 296	1 296	1 296	1 296	1 296
Zobowiązania długoterminowe	4 550	4 549	4 650	4 481	4 013	3 181	2 252	1 228	53	53	53	53	53
- w tym dług oprocentowany	4 462	4 496	4 597	4 428	3 960	3 128	2 199	1 175	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	5 518	5 250	4 754	4 348	4 401	4 769	4 866	4 867	4 831	4 249	3 820	3 325	3 131
- w tym dług oprocentowany	2 095	1 715	1 715	1 715	1 715	1 715	1 715	1 715	1 715	1 215	700	200	0
Pasywa razem	20 005	20 285	20 263	20 319	20 903	21 527	21 476	21 252	20 609	20 387	20 272	20 014	20 041

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	33 074	28 559	28 813	24 964	25 402	28 792	29 943	29 968	29 483	28 666	29 446	29 482	29 505
Zysk (strata) na sprzedaży	1 262	145	305	866	1 370	1 510	1 495	1 502	1 391	1 228	1 318	1 286	1 245
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1 036	8	-621	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	966	809	446	1 646	2 218	2 337	2 380	2 534	2 336	2 142	2 216	2 166	2 110
EBITDA LIFO	1 021	1 186	907	1 771	2 212	2 026	2 413	2 567	2 370	2 147	2 220	2 171	2 115
EBIT	308	167	-316	866	1 370	1 510	1 495	1 502	1 391	1 228	1 318	1 286	1 245
EBIT LIFO	363	543	145	990	1 363	1 199	1 528	1 534	1 425	1 233	1 322	1 291	1 250
Saldo działalności finansowej	54	-207	-389	-84	-144	-148	-121	-89	-56	-41	-24	-8	3
Zysk (strata) brutto	366	-59	-705	781	1 226	1 362	1 374	1 413	1 335	1 187	1 294	1 278	1 248
Zysk (strata) netto	928	39	-301	463	930	1 057	1 069	1 095	1 098	908	995	983	959

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	1 331	1 424	1 254	1 567	2 432	2 052	2 161	2 255	2 223	1 957	1 975	1 700	1 795
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-810	-931	-1 157	-1 854	-1 785	-1 317	-524	-549	-647	-726	-722	-726	-725
Przepływy z działalności finansowej	-883	-251	571	-187	-577	-958	-1 349	-1 423	-1 773	-1 093	-1 225	-1 260	-940
Przepływy pieniężne netto	-363	241	668	-473	70	-223	289	283	-197	139	28	-286	130
Środki pieniężne na początek okresu*	148*	-243*	525*	1 193	720	790	567	856	1 139	942	1 081	1 109	823
Środki pieniężne na koniec okresu*	-243*	-3*	1 193	720	790	567	856	1 139	942	1 081	1 109	823	953

**poziom raportowany przez spółkę w bilansie i rachunku przepływów nie jest równy w latach 2012-13*

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	0,9%	-13,4%	1,8%	13,3%	4,0%	0,1%	-1,6%	-2,8%	2,7%	0,1%	0,1%
EBITDA zmiana r/r	-44,8%	268,6%	34,8%	5,3%	1,8%	6,5%	-7,8%	-8,3%	3,5%	-2,2%	-2,6%
EBIT zmiana r/r	-	-	58,2%	10,2%	-1,0%	0,5%	-7,4%	-11,8%	7,4%	-2,4%	-3,2%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	101,0%	13,6%	1,1%	2,4%	0,2%	-17,3%	9,6%	-1,2%	-2,4%
Marża EBITDA	1,5%	6,6%	8,7%	8,1%	7,9%	8,5%	7,9%	7,5%	7,5%	7,3%	7,2%
Marża EBITDA LIFO	3,1%	7,1%	8,7%	7,0%	8,1%	8,6%	8,0%	7,5%	7,5%	7,4%	7,2%
Marża EBIT	-1,1%	3,5%	5,4%	5,2%	5,0%	5,0%	4,7%	4,3%	4,5%	4,4%	4,2%
Marża EBIT LIFO	0,5%	4,0%	5,4%	4,2%	5,1%	5,1%	4,8%	4,3%	4,5%	4,4%	4,2%
Marża brutto	-2,4%	3,1%	4,8%	4,7%	4,6%	4,7%	4,5%	4,1%	4,4%	4,3%	4,2%
Marża netto	-1,0%	1,9%	3,7%	3,7%	3,6%	3,7%	3,7%	3,2%	3,4%	3,3%	3,3%
ROE	-3,2%	4,5%	8,3%	8,6%	8,2%	7,9%	7,6%	6,1%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	-1,5%	2,3%	4,5%	4,9%	5,0%	5,2%	5,3%	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	6 312	6 143	5 675	4 843	3 914	2 890	1 715	1 215	700	200	0
D / (D+E)	31,2%	30,2%	27,2%	22,5%	18,2%	13,6%	8,3%	6,0%	3,5%	1,0%	0,0%
D / E	45,2%	43,3%	37,3%	29,0%	22,3%	15,7%	9,1%	6,3%	3,6%	1,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	123,3%	-9,7%	-10,5%	-9,8%	-8,1%	-5,9%	-4,0%	-3,4%	-1,8%	-0,6%	0,2%
Dług / kapitał własny	66,0%	60,3%	50,7%	39,4%	30,0%	20,9%	11,9%	8,2%	4,6%	1,3%	0,0%
Dług netto	5 119	5 423	4 885	4 276	3 058	1 751	773	135	-409	-623	-953
Dług netto / kapitał własny	53,5%	53,2%	43,6%	34,8%	23,4%	12,6%	5,4%	0,9%	-2,7%	-4,1%	-6,1%
Dług netto / EBITDA	11,5	3,3	2,2	1,8	1,3	0,7	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,5
Dług netto / EBIT	-16,2	6,3	3,6	2,8	2,0	1,2	0,6	0,1	-0,3	-0,5	-0,8
EV	10 036	10 341	9 803	9 193	7 976	6 669	5 691	5 052	4 509	4 295	3 964
Dług / EV	62,9%	59,4%	57,9%	52,7%	49,1%	43,3%	30,1%	24,1%	15,5%	4,7%	0,0%
CAPEX / Przychody	4,0%	7,5%	7,0%	4,6%	1,8%	1,9%	2,2%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%
CAPEX / Amortyzacja	151,9%	238,5%	210,9%	159,8%	59,7%	53,9%	69,3%	80,2%	81,4%	83,2%	84,4%
Amortyzacja / Przychody	2,6%	3,1%	3,3%	2,9%	3,0%	3,4%	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	2,9%
Zmiana KO / Przychody	-1,6%	-0,6%	-1,4%	0,6%	0,1%	0,1%	-0,4%	-0,4%	-0,1%	0,6%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-183,1%	4,1%	-83,4%	5,4%	1,6%	100,3%	26,9%	15,3%	-4,3%	473,1%	120,9%

Wskaźniki rynkowe	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	-	10,6	5,3	4,7	4,6	4,5	4,5	5,4	4,9	5,0	5,1
P/BV*	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/CE*	10,7	4,0	2,8	2,6	2,5	2,3	2,4	2,7	2,6	2,6	2,7
EV/EBITDA*	22,5	6,3	4,4	3,9	3,4	2,6	2,4	2,4	2,0	2,0	1,9
EV/EBITDA LIFO*	11,1	5,8	4,4	4,5	3,3	2,6	2,4	2,4	2,0	2,0	1,9
EV/EBIT*	-	11,9	7,2	6,1	5,3	4,4	4,1	4,1	3,4	3,3	3,2
EV/S*	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
BVPS	51,7	55,1	60,5	66,4	70,7	75,0	78,0	80,0	81,7	83,0	84,2
EPS	-1,6	2,5	5,0	5,7	5,8	5,9	5,9	4,9	5,4	5,3	5,2
CEPS	2,5	6,7	9,6	10,2	10,6	11,5	11,0	9,9	10,2	10,1	9,9
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,7	3,0	3,0	3,7	4,0	4,0
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%

*Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 26,6 PLN, liczba akcji po emisji*

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
trzymaj	25,8	redukuj	31,0	26.11.2014	26,6	53 154
redukuj	31,0	trzymaj	40,5	26.07.2013	34,2	46 259
trzymaj	40,5	akumuluj	38,9	28.05.2013	42,0	47 649
akumuluj	38,9	akumuluj	29,4	23.11.2012	34,9	44 437
akumuluj	29,4	-	-	28.08.2012	26,2	41 600

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'14:

Kupuj	2	25%
Akumuluj	2	25%
Trzymaj	2	25%
Redukuj	2	25%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

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

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

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

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. 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.

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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek 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 26.11.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 1.12.2014 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się 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 niemniejszym 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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

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 26.11.2014 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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.