



Dom Maklerski BDM S.A.

LOTOS

RAPORT ANALITYCZNY

W 2014 roku Lotos odnotował najłabsze raportowane wyniki w swojej historii na GPW. Spółkę dotknęły zarówno odpisy w segmencie wydobywczym (głównie Yme), jak i przeszacowanie zapasów w obszarze rafineryjnym oraz olbrzymie koszty finansowe (m.in. różnice kursowe). By rozpocząć kolejne zapowiadane inwestycje (DCU, upstream) spółka w 4Q'14 wspomogła się emisją akcji, z której pozyskała blisko 1,0 mld PLN. Dodatkowo środowisko spadających gwałtownie ceny ropy na przestrzeni 3/4Q'14 przełożyło się na słaby sentyment do walorów Lotosu względem PKN Orlen (różna ekspozycja podmiotów na upstream oraz większe korzyści Orlenu w downstreamie). Czarę goryczy przelewa wypadnięcie z listy spółek wchodzących w skład WIG20. Jednocześnie uważamy, że wyniki 4Q'14 pokazały pewne światło w tunelu. Spółka w zwykłym słabym sezonowo kwartale wygenerowała pokaźny oczyszczony rezultat EBITDA (0,37 mld PLN). Wysokie marże rafineryjne (8,9 USD/bbl po lutym – najlepszy początek roku od 2009) powinny wspierać wyniki Lotosu w downstream'ie. Zwracamy uwagę na widoczny w 2H'14 spadek kosztów jednostkowych w upstream'ie, co pozwala przynajmniej w części niwelować niski poziom cen ropy/gazu. Spółka mogłaby dodatkowo korzystać obecnie na ekspozycji walutowej, co jest jednak ograniczone przez zadłużenie w USD oraz transakcje hedgingowe. Aktualizując nasz model (m.in. dostosowanie cen ropy do bieżącej krzywej forward, uaktualnienie marż na produktach) otrzymaliśmy wycenę 1 akcji spółki na poziomie 28,5 PLN (25,8 PLN poprzednio). Biorąc pod uwagę dzisiejszy kurs, zmieniamy rekomendację z Trzymaj na Akumuluj. Naszym zdaniem spółka, mimo stale towarzyszących jej ryzyk (słaby bilans, niekończące się inwestycje generujące rozczarowujące zwroty), ma szanse dostarczyć nieco pozytywnych zaskoczeń w bieżącym roku (m.in. dostrzegamy miejsce do podniesienia się konsensusu w najbliższych miesiącach).

Dodatkowo względem naszej poprzedniej rekomendacji dostrzegamy, że część niekorzystnych postrzeganych dotychczas czynników, szczególnie w segmencie wydobywczym, albo odeszła na bok albo jest już w cenach: i) w ostatnich tygodniach doszło do przejścia Talismana przez Repsol – może to tchnąć „nowe życie” w projekt Yme (zwracamy uwagę na spadek kosztów, które wiązałyby się z zagospodarowaniem złoża; należy też jednak cały czas brać pod uwagę ostateczne zamknięcie projektu), ii) spadek cen ropy i gazu naturalnie infekuje wyniki w segmencie wydobywczym, jednak 3/4Q'14 pokazał, że spółka jest w stanie ściąć koszty operacyjne, iii) poprzez zmiany w projekcie udało się nieco obniżyć CAPEX na złożu B8 (z drugiej strony projekt ma kolejne 2-3Q opóźnienia), iv) na półkę odłożono projekt petrochemiczny, który rodzi kolejne pytania o finansowanie. Na wrzesień 2015 zapowiedziano publikację nowej strategii.

Obecna kapitalizacja spółki to 4,7 mld PLN, przy zadłużeniu netto na koniec 2014 5,3 mld PLN (przy czym spółka ma dług walutowy na 1,6 mld USD). Wartość zapasów obowiązkowych na koniec 4Q'14 wynosiła 2,2 mld PLN (na mocy nowych przepisów pomiędzy 2015 a końcem 2017 roku ich wolumen spadnie o 30%). Spodziewamy się CAPEX-u w 2015 na poziomie około 1,5 mld PLN (0,3-0,5 mld PLN więcej, jeżeli doszłoby do zakupu złóż w Norwegii). Rezultat EBITDA LIFO szacujemy na ok. 1,8 mld PLN (czyli nieco niżej od rekordowego dotychczas 2012 roku - zwracamy uwagę, że makro w rafinerii jest dotychczas nawet lepsze niż w tamtym okresie).

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	33 074	28 559	28 502	23 267	25 218	26 240
EBITDA raportowana [mln PLN]	975	809	-584	2 067	2 061	1 827
EBITDA skoryg.* [mln PLN]	1 919	787	235	2 067	2 061	1 827
EBITDA LIFO skoryg.* [mln PLN]	1 974	1 164	1 197	1 823	1 906	1 757
EBIT raportowany [mln PLN]	308	167	-1 393	1 315	1 342	1 093
Zysk netto raportowany [mln PLN]	928	39	-1 466	572	832	707
Dług netto [mln PLN]	6 168	5 686	5 287	5 773	5 526	4 765
P/BV	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5
P/E	3,5	83,0	-	8,2	5,6	6,6
EV/EBITDA	9,7	11,1	-	5,0	4,9	5,2
EV/EBITDA skoryg.*	4,9	11,4	42,3	5,0	4,9	5,2
EV/EBITDA LIFO skoryg.*	4,8	7,7	8,3	5,7	5,3	5,4
EV/EBIT	30,6	53,8	-	7,9	7,6	8,6

*wynik skorygowany o saldo z pozostałej działalności operacyjnej

AKUMULUJ

(POPRIEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 28,5 PLN

17 MARZEC 2015

Wycena SOTP [PLN]	28,5
Wycena porównawcza [PLN]	27,3
Wycena końcowa [PLN]	28,5
Potencjał do wzrostu / spadku	13,0%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	25,2
Kapitalizacja [mln PLN]	4 658,8
Ilość akcji [mln. szt.]	184,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]*	27,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]*	23,1
Stopa zwrotu za 3 mc*	-0,8%
Stopa zwrotu za 6 mc*	-3,1%
Stopa zwrotu za 9 mc*	-26,0%

Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	53,2%
Pozostali	42,6%

* Wycenienia skorygowane o prawa poboru

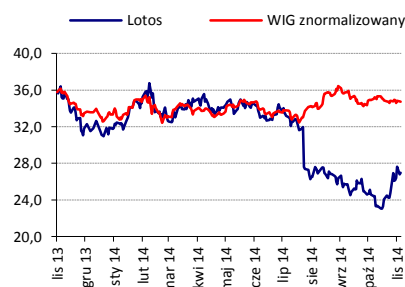
Krzysztof Pado

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)	3
WYCENA SEGMENTU WYDOBYWCZEGO (UPSTREAM)	7
WYCENA PORÓWNAWCZA	9
EMISJA AKCJI	10
SYTUACJA NA RYNKU RAFINERYJNYM	11
WYNIKI KWARTALNE	14
PROGNOZA WYNIKÓW	18
DANE FINANSOWE	21

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 18,2 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 10,3 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 28,5 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%	28,5
- Rafineria i detal		18,2
- Upstream		10,3
Wycena metodą porównawczą	0%	27,3
Wycena 1 akcji Lotosu [PLN]		28,5

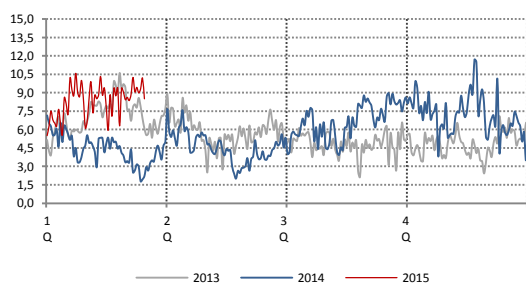
Źródło: BDM S.A.

Prognoza podstawowych danych

Podstawowe dane:	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Brent [usd/bbl]*	79,5	111,3	111,6	108,6	99,1	57,0	64,1	68,3	71,2	73,7	75,9	75,9	75,9	76,7	76,7
Ural [usd/bbl]	78,2	109,1	110,1	107,6	97,4	56,0	63,1	67,3	70,2	72,7	74,9	74,9	74,9	75,7	75,7
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	7,2	6,1	5,2	5,2	5,3	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1
Gaz NBP UK [usd/mmBTU]*	6,6	9,0	9,5	10,6	8,2	6,9	6,9	7,0	7,2	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
USD/PLN (średni)	3,02	2,96	3,26	3,16	3,15	3,73	3,75	3,75	3,73	3,69	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
USD/PLN (eop)	2,96	3,42	3,10	3,01	3,51	3,73	3,75	3,75	3,73	3,69	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
Cena produktów [USD/t]:															
Benzyna	741	985	1 037	987	915	591	633	662	688	705	723	723	723	730	730
ON	696	964	985	943	862	552	601	622	645	665	683	683	683	689	689
COO	442	610	631	592	528	275	310	337	357	373	387	387	387	393	393
Marża na produktach [USD/t]**:															
Benzyna	139	144	189	163	165	160	147	145	148	147	149	148	148	149	149
ON	94	124	138	120	112	120	115	105	106	107	108	108	108	108	108
COO	-160	-231	-217	-232	-222	-157	-175	-180	-183	-185	-187	-187	-187	-188	-188

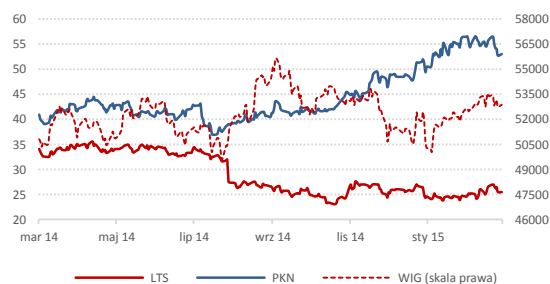
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *prognozy na bazie krzywej kontraktów forward ** od 4Q'14 obliczenia własne na podstawie notowań z Bloomberg (uwzględnia dyferencjał), ***cena z notowań NWE – Brent (1t = 7,57 bbl)

Lotos: modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs Lotosu na tle PKN oraz WIG



Źródło: BDM S.A., LTS: kurs skoryg. o prawa poboru, PKN: kurs skoryg. o dywidendę

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. 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 vs 2014 ma swoje źródło głównie w niższych kosztach przerobu (zużycia własne oraz koszty gazu) oraz korzystniejszemu kursowi USD/PLN. W kolejnych latach cena ropy w naszym modelu rośnie wraz z krzywą notowań forward (77 USD/bbl w długim terminie). Modelowe zużycia własne to 4,1% (przy rocznym przerobie na poziomie 70 mln bbl daje to blisko 3 mln bbl rocznie).
- 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).
- Prognozę cen produktów a tym samym marż przerobowych sporządzono na bazie własnego modelu opartego na cenie ropy. W kilkuletniej perspektywie głównym czynnikiem wpływającym na poziom marż powinien być bilans zamknięć rafinerii w Europie vs wzrost mocy w innych częściach świata (opierających się o dostęp do tańszego surowca czy niższe koszty związane z wynagrodzeniami lub ochroną środowiska). W krótkim terminie marże fluktuują pod wpływem czynników sezonowych (popyt na paliwa, okresy remontów), losowych (awarie dużych jednostek, zdarzenia pogodowe) lub trudnych do przewidzenia (strajki).
- Dług netto dotyczy całej spółki na koniec 2014 roku (5,3 mld PLN) – dodatkowo został on skorygowany (+0,6 mld PLN) wg kursu USD/PLN z dnia wyceny (3,90).
- 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.
- Końcowa wartość w przeliczeniu na jedną akcję jest wyceną na dzień 17 marca 2015 roku.

Metoda DCF dała wartość segmentu downstream, skorygowanego o dług netto całej spółki, na poziomie 3,4 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 18,2 PLN.

Model DCF dla działalności rafineryjnej i handlu

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	22 968	25 022	26 080	28 186	29 245	29 609	28 844	29 684	29 983	30 031
EBIT [mln PLN]*	1 336,6	1 198,6	662,4	995,9	1 121,8	1 085,9	869,9	1 037,9	1 034,0	1 032,2
EBIT LIFO [mln PLN]*	1 092,8	1 044,2	592,3	940,4	1 093,2	1 058,0	877,1	1 042,8	1 036,6	1 034,7
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]	253,9	227,7	125,9	189,2	213,1	206,3	165,3	197,2	196,5	196,1
NOPLAT [mln PLN]*	1 082,6	970,9	536,6	806,7	908,6	879,6	704,6	840,7	837,6	836,1
Amortyzacja [mln PLN]	465,5	465,1	461,5	533,0	605,6	589,6	581,8	577,9	574,4	571,1
CAPEX [mln PLN]	-876,9	-1 200,0	-770,2	-350,8	-380,7	-479,7	-575,3	-574,8	-575,9	-574,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	254,9	155,9	246,8	-280,8	44,0	6,1	113,4	-39,9	-38,0	-62,9
FCF [mln PLN]	926,2	391,8	474,6	708,0	1 177,5	995,6	824,5	803,9	798,0	769,9
DFCF [mln PLN]	873,3	342,6	384,1	529,2	810,9	630,4	479,3	428,2	388,8	342,6
Suma DFCF [mln PLN]	5 209,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	9 188,0		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	4 088,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	9 298,0									
Dług netto [mln PLN]**	5 932,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 365,0									
Ilość akcji [mln szt.]	184,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	18,2									

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

Przychody zmiana r/r	-18,4%	8,9%	4,2%	8,1%	3,8%	1,2%	-2,6%	2,9%	1,0%	0,2%
EBIT zmiana r/r	-	-10,3%	-44,7%	50,3%	12,6%	-3,2%	-19,9%	19,3%	-0,4%	-0,2%
FCF zmiana r/r	340,9%	-57,7%	21,1%	49,2%	66,3%	-15,5%	-17,2%	-2,5%	-0,7%	-3,5%
Marża EBITDA	7,8%	6,6%	4,3%	5,4%	5,9%	5,7%	5,0%	5,4%	5,4%	5,3%
Marża EBIT	5,8%	4,8%	2,5%	3,5%	3,8%	3,7%	3,0%	3,5%	3,4%	3,4%
Marża NOPLAT	4,7%	3,9%	2,1%	2,9%	3,1%	3,0%	2,4%	2,8%	2,8%	2,8%
CAPEX / Przychody	3,8%	4,8%	3,0%	1,2%	1,3%	1,6%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	188,4%	258,0%	166,9%	65,8%	62,9%	81,4%	98,9%	99,5%	100,3%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	-1,1%	-0,6%	-0,9%	1,0%	-0,2%	0,0%	-0,4%	0,1%	0,1%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	4,9%	-7,6%	-23,3%	13,3%	-4,2%	-1,7%	14,8%	4,8%	12,7%	130,4%

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	63,9%	66,9%	71,0%	76,1%	80,8%	85,2%	88,7%	92,6%	96,5%	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	36,1%	33,1%	29,0%	23,9%	19,2%	14,8%	11,3%	7,4%	3,5%	0,0%
WACC	7,7%	7,8%	8,0%	8,3%	8,5%	8,8%	8,9%	9,1%	9,3%	9,5%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	18,1	20,4	23,3	26,9	31,7	38,2	47,6	62,4	88,9
	0,8	15,9	18,0	20,5	23,6	27,6	33,0	40,5	51,7	70,5
	0,9	14,0	15,8	18,0	20,7	24,1	28,5	34,6	43,4	57,2
	1,0	12,2	13,8	15,7	18,0	21,0	24,7	29,7	36,8	47,3
	1,1	10,5	11,9	13,6	15,7	18,2	21,4	25,6	31,3	39,5
	1,2	9,0	10,3	11,8	13,5	15,7	18,5	22,0	26,7	33,3
	1,3	7,6	8,7	10,0	11,6	13,5	15,9	18,9	22,8	28,2

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	1%	31,9	36,7	43,0	51,8	64,8	86,3	128,2	246,3	2727,3
	2%	24,7	28,1	32,4	38,0	45,9	57,5	76,4	112,4	208,4
	3%	19,0	21,5	24,5	28,4	33,5	40,6	50,9	67,5	98,5
	4%	14,4	16,2	18,4	21,2	24,7	29,4	35,7	44,9	59,6
	5%	10,5	11,9	13,6	15,7	18,2	21,4	25,6	31,3	39,5
	6%	7,3	8,4	9,7	11,3	13,1	15,4	18,3	22,1	27,2
	7%	4,5	5,4	6,4	7,6	9,0	10,7	12,8	15,5	18,9

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	1%	74,4	71,8	69,4	67,0	64,8	62,7	60,7	58,7	56,9
	2%	58,7	55,1	51,8	48,7	45,9	43,3	40,8	38,6	36,4
	3%	47,3	43,3	39,7	36,4	33,5	30,8	28,4	26,1	24,1
	4%	38,6	34,5	30,8	27,6	24,7	22,2	19,8	17,7	15,7
	5%	31,7	27,6	24,1	21,0	18,2	15,7	13,5	11,5	9,7
	6%	26,1	22,2	18,7	15,7	13,1	10,8	8,7	6,8	5,2
	7%	21,6	17,7	14,4	11,5	9,0	6,8	4,9	3,1	1,6

Źródło: BDM S.A.

WYCENA SEGMENTU WYDOBYWCZEGO (UPSTREAM)

Dokonaliśmy czterech wycen częściowych segmentu wydobywczego: Norwegia (złoża produkcyjne w ramach aktywa Heimdal, aktywo podatkowe), Litwa (Geonafte), Polska (szelf Morza Bałtyckiego: złoża B3, B8). Ze względu na zbyt wiele niewiadomych w modelu nie uwzględniamy obecnie projektu B4/B6 (w poprzedniej rekomendacji był on ujęty). 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 wyższy 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.
- Przyjęto, że komercyjna produkcja ze złoża B8 ruszy w połowie 2016 roku (w 1H'16 uwzględniamy minimalną produkcję testową).
- Jedyną 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. Przypominamy, że dla złóż B4/B6 spółka nie przedstawiła w zasadzie żadnych szczegółowych założeń.
- Założono wydobywanie do wyczerpania obecnych zasobów 2P ze wszystkich złóż. Wycena uwzględniła zdyskontowaną wartość rezerw na likwidację według wartości bilansowych (także dla złoża Yme, co ujęliśmy przy wycenie tarczy podatkowej).
- 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 2016 roku i 5-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 wydobywania 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 niezagospodarowanych aktywów (złoża B21, B4/B6) czy aktywów poszukiwawczych.
- Do obliczeń przyjęliśmy 184,9 mln akcji.
- Końcowa wartość przypadająca na jedną akcję jest wyceną na dzień 17 marca 2015 roku.

Otrzymaliśmy wartość segmentu upstream na poziomie 1,9 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 10,3 PLN.

Segment wydobywczy – podsumowanie wyceny DCF

Podsumowanie	mln PLN	PLN/akcję
Norwegia Heimdal	127,3	0,7
Norwegia aktywo podatkowe – likwidacja Yme	471,5	2,6
Litwa	55,0	0,3
Polska	1 248,0	6,8
suma	1 901,7	10,3

Źródło: DM BDM S.A.

Model DCF (segment wydobywczy)

Norwegia	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P							
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	298,5	195,3	160,3	148,0	80,3							
Wydobycie ropy [mln bbl]	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2							
Wydobycie gazu [mln t]	226,5	104,5	75,4	67,0	36,5							
EBITDA [mln PLN]	160,7	115,0	99,0	93,4	52,4							
EBIT [mln PLN]	-47,9	-5,3	6,3	10,6	8,8							
Podatek od EBIT[mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0							
NOPLAT [mln PLN]	-47,9	-5,3	6,3	10,6	8,8							
Amortyzacja [mln PLN]	208,6	120,2	92,6	82,8	43,6							
CAPEX [mln PLN]	-12,4	-12,4	-12,4	0,0	0,0							
FCF [mln PLN]	148,3	102,5	86,5	93,4	52,4							
DFCF [mln PLN]	138,0	87,1	67,1	66,2	33,9							
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%							
Suma DFCF [mln PLN]	392,3											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	265,1											
Wartość złóż [mln PLN]	127,3											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	0,7											
Litwa	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	115,8	130,9	139,5	144,7	148,1	150,7	150,7	150,7	152,4	152,4		119,1
Wydobycie ropy [mln bbl]	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		0,4
EBITDA [mln PLN]	26,7	39,0	46,2	50,9	54,5	57,5	57,5	57,5	58,9	58,9		46,2
EBIT [mln PLN]	-18,7	-5,5	2,1	7,3	11,4	14,8	15,3	15,7	17,6	18,0		10,9
Podatek od EBIT[mln PLN]	-2,8	-0,8	0,3	1,1	1,7	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7		1,6
NOPLAT [mln PLN]	-15,9	-4,7	1,8	6,2	9,7	12,6	13,0	13,4	15,0	15,3		9,3
Amortyzacja [mln PLN]	45,4	44,5	44,0	43,6	43,1	42,7	42,2	41,7	41,3	40,8		35,3
CAPEX [mln PLN]	-34,0	-35,6	-37,4	-39,2	-41,0	-42,7	-42,2	-41,7	-41,3	-40,8		-35,3
FCF [mln PLN]	-4,6	4,2	8,4	10,6	11,9	12,6	13,0	13,4	15,0	15,3		9,3
DFCF [mln PLN]	-4,2	3,6	6,5	7,5	7,7	7,5	7,0	6,6	6,7	6,3		2,9
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]	69,3											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	14,3											
Wartość złóż [mln PLN]	55,0											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	0,3											
Polska	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	264,8	535,2	867,3	865,0	852,5	833,9	802,3	771,9	750,6	722,1		359,3
Wydobycie ropy/kondensatu [mln bbl]	1,2	2,1	3,3	3,2	3,1	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5		1,3
Wydobycie gazu [mln m3]	17,4	23,7	31,4	30,2	29,0	27,9	26,8	25,7	24,7	23,7		8,8
EBITDA [mln PLN]	77,6	243,0	558,2	559,7	552,6	539,2	509,5	480,9	461,4	434,6		206,4
EBIT [mln PLN]	44,7	154,7	422,6	429,3	427,1	418,5	393,4	369,2	353,8	331,2		154,8
Podatek od wydobycia węglowodorów [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	47,7	46,1	44,5	43,2	41,7		10,8
Podatek od EBIT[mln PLN]	8,5	29,4	80,3	81,6	81,1	79,5	74,7	70,1	67,2	62,9		29,4
NOPLAT [mln PLN]	36,2	125,3	342,3	347,7	345,9	291,3	272,5	254,5	243,4	226,6		114,6
Amortyzacja [mln PLN]	32,9	88,3	135,6	130,4	125,5	120,7	116,1	111,7	107,5	103,4		51,6
CAPEX [mln PLN]	-604,3	-176,6	-135,6	-97,8	-82,8	-79,7	-76,7	-73,7	-71,0	-68,3		-34,0
FCF [mln PLN]	-535,2	37,0	342,3	380,3	388,6	332,3	312,0	292,5	280,0	261,8		132,1
DFCF [mln PLN]	-498,0	31,4	265,6	269,5	251,5	196,4	168,4	144,2	126,0	107,6		28,8
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]	1 431,6											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	183,6											
Wartość złóż [mln PLN]	1 248,0											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	6,8											
Norwegia – aktywo podatkowe	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P					
Wydobycie ropy [tys bbl/d]	0,0	0,0	5,0	5,0	5,0	5,0	0,6					
Wydobycie ropy [mln bbl/rok]	0,00	0,00	1,83	1,83	1,83	1,83	0,22					
Brent [USD/bbl]	0,0	64,1	68,3	71,2	73,7	75,9	75,9					
Opex [USD/bbl]	0,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0					
EBITDA [mln USD]	0,0	0,0	69,9	75,3	79,8	83,8	9,9					
Teoretyczny podatek [mln USD]	0,0	0,0	54,5	58,7	62,3	65,4	7,7					
Podatek odzyskany z tarczy podatkowej [mln PLN]	0,0	0,0	204,5	218,9	229,5	238,1	28,1					
DFCF [mln PLN]	0,0	0,0	158,7	155,1	148,6	140,7	15,2					
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%					
Suma DFCF [mln PLN]	618,3											
Wartość aktywa podatkowego [mln PLN]	618,3											
Rezerwa na likwidację Yme [mln PLN]	146,8											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcie [PLN]	2,6											

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2015-2017 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE. Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla każdego roku przyjęliśmy wagę równą 33%. Porównując wyniki Lotosu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 5,0 mld PLN mln PLN, co odpowiada 27,3 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%.**

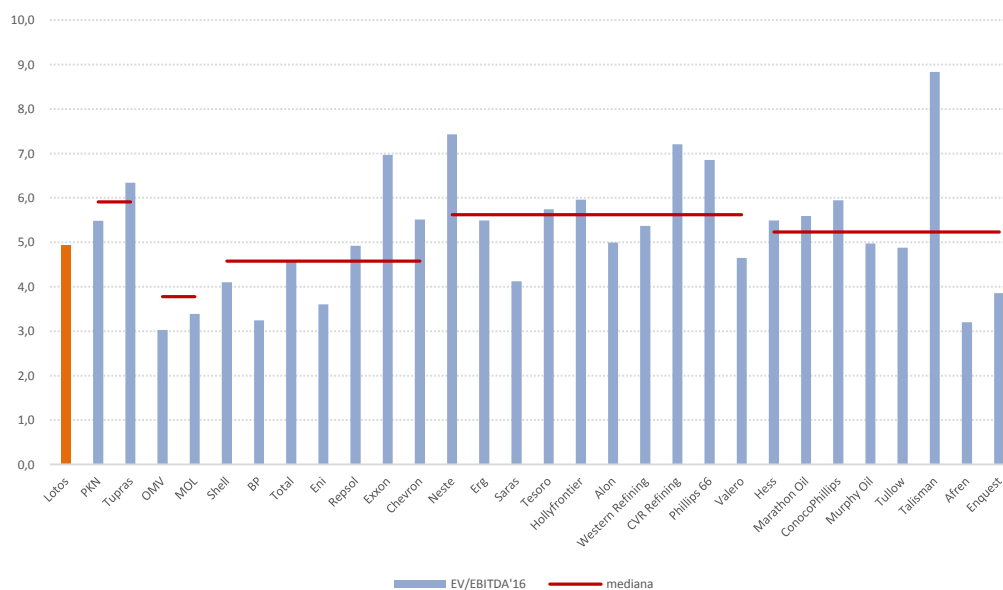
W ostatnich kilku latach (gdy cena ropy oscylowała w okolicy 100 USD/bbl) spółki o dużej kontrybucji upstream'u do wyniku operacyjnego były wyceniane wyraźnie niższe niż spółki oparte na downstreamie. Obecnie ta zależność uległa zatarciu przynajmniej na rynku globalnym (OMV i MOL pozostają wyceniane relatywnie nisko). Zwracamy uwagę, że wraz ze wzrostem udziału upstream'u w strumieniu EBITDA (od 2016/17 roku, kiedy do wyników ma kontrybuować wydobycie z B8) Lotos coraz mocniej będzie ewoluować w kierunku spółki wydobywczej.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Orlen (Polska, D)	10,9	10,5	9,7	5,6	5,5	5,3
MOL (Węgry, D/U)	12,0	9,1	6,7	3,8	3,4	3,2
OMV (Austria, D/U)	16,5	9,4	7,7	3,8	3,0	2,7
Tupras-Turkiye (Turcja, D)	10,1	8,6	7,9	7,3	6,3	5,9
Mediana	11,5	9,2	7,8	4,7	4,4	4,2
Lotos (D/U)	8,2	5,6	6,6	5,0	4,9	5,2
Premia/dyskonto	-29,0%	-39,4%	-15,3%	7,6%	11,5%	21,7%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	35,5	41,6	29,8	21,2	19,5	16,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		35,6			19,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	27,3					

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

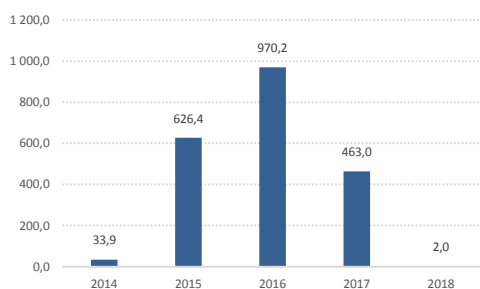
EMISJA AKCJI

W 4Q'14 w ramach emisji 55 mln akcji z prawem poboru spółka pozyskała blisko 1,0 mld PLN. Lotos przedstawił dwa cele emisyjne:

- realizacja projektu EFRA (poprawa struktury uzysków poprzez instalację DCU – planowane oddanie do eksploatacji w 2Q'18),
- kontynuacja prac nad zagospodarowaniem złóż gazowych B4/B6.

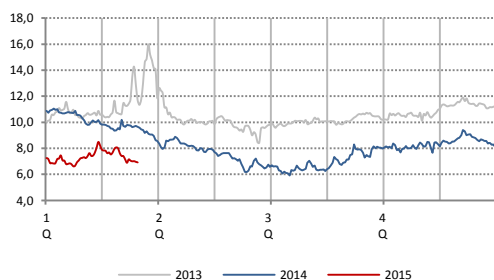
Szczegółowo planowane projekty opisywaliśmy w poprzedniej naszej rekomendacji z listopada 2014. Nadal brakuje jednoznacznej decyzji w sprawie realizacji projektu B4/B6 (w prospekcie zakładano, że jej podjęcie planowane jest na przełom 1/2Q'15) – w naszym modelu nie uwzględniamy tego projektu (w poprzedniej rekomendacji projekt był uwzględniony, ale przy założeniu NPV bliskim 0).

Zakładany CAPEX na EFRA [mln PLN]



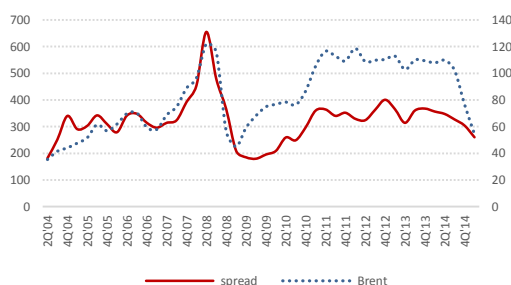
Źródło: BDM S.A., spółka

Cena gazu w Europie Zachodniej [USD/mnBtu]



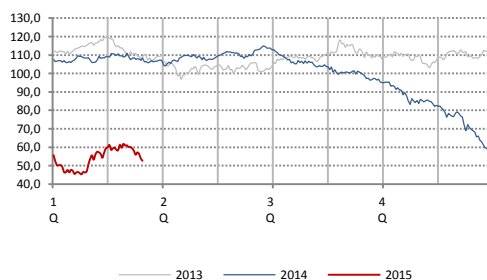
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

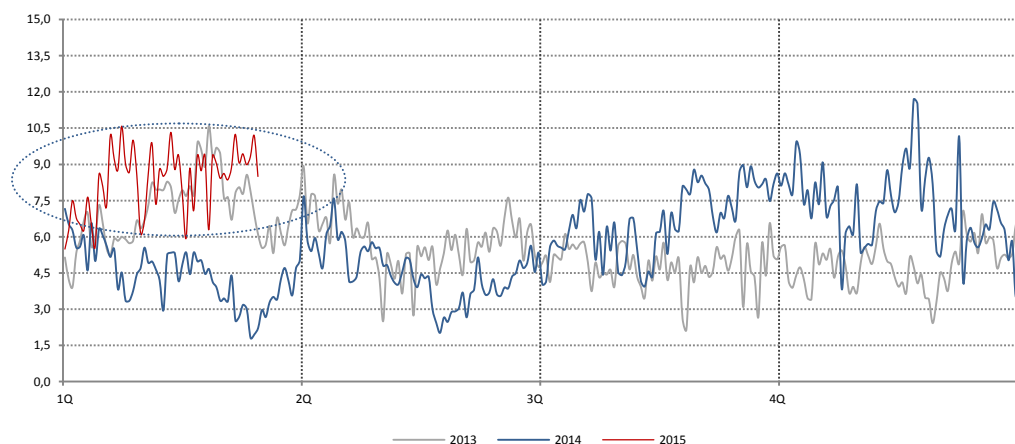
Cena ropy Brent [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA NA RYNKU RAFINERYJNYM

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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Głównym wydarzeniem 2H'14 roku był przede wszystkim mocny spadek cen ropy, który przyspieszenia nabral po decyzji OPEC o braku cięć w produkcji. Od początku 2015 roku cena baryłki Brent porusza się w przedziale 50-60 USD/bbl. Warto zwrócić uwagę, że amerykańska produkcja nadal rośnie r/r (w tempie ok. 1,0-1,2 mln bbl/d – obecnie 9,4 mln bbl/d), mimo że ograniczono wyraźnie liczbę aktywnych wiertni (przełożenie na produkcję spodziewane jest w 2H'15). Kolejne posiedzenie OPEC planowane jest na początek czerwca.

Niskie ceny ropy sprzyjają marżom rafineryjnym (niższe koszty przerobu własnego). Dodatkowo produkcję w zakładach w USA na początku roku ograniczył strajk pracowniczy (teoretycznie największy od 1980 roku, jednak rafinerie radziły sobie zatrudniając pracowników tymczasowych – tylko 1 była zamknięta, co związane było i tak z postojem remontowym). Doniesienia z ostatnich dni mówią już jednak o porozumieniu na linii związek – koncerny. Strajk mógł mieć wpływ na zachowanie dyferencjału Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) – w styczniu oscylował nawet w okolicach zero, by na przełomie lutego/marca dojść do nawet 10 USD/bbl (ograniczenie popytu na WTI). Na przyzwoitym poziomie ok. 1,5 USD utrzymuje się kluczowy dla polskich spółek dyferencjał Brent – Ural.

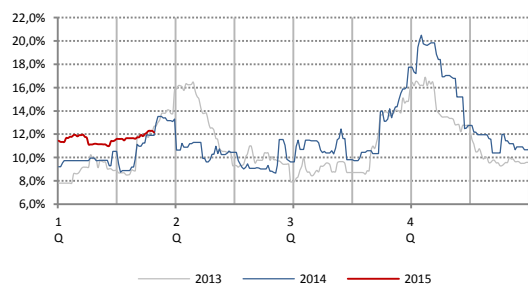
Spoglądając na marże na poszczególnych produktach najbardziej widoczna poprawa r/r jest na ciężkim oleju opałowym, relatywnie korzystnie wygląda także diesel. Po słabszym początku roku odzyskiwać pole zaczął także spread na benzynie.

W styczniu marża modelowa Lotosu wyniosła 8,8 USD/bbl a w lutym 9,0 USD/bbl. Rok wcześniej było odpowiednio 5,3 i 5,5 USD/bbl. Początek marca także wygląda dobrze (w ubiegłym roku marzec był bardzo słaby – jedynie 4,3 USD/bbl). W 1Q'14 modelowa marża wyniosła 5,0 USD/bbl – obecnie można spodziewać się 8-9 USD/bbl. Spółka notuje kwartalny przerób ropy na poziomie ok. 17-18 mln bbl. Zwracamy także uwagę, że w 1Q'14 średni kurs USD/PLN wynosił jedynie 3,06 (obecnie ponad 20% wyżej).

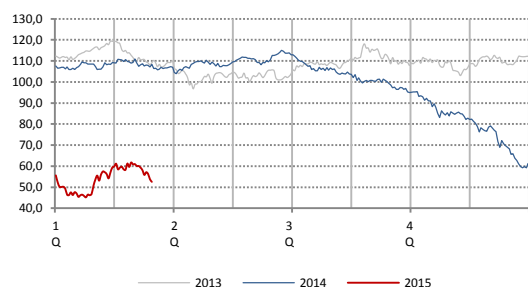
Ceny gazu na rynkach europejskich są wyraźnie niższe r/r – średnia do połowy marca to 7,3 USD/mmBTU (vs >10 USD/mmBTU w analogicznym okresie roku ubiegłego). Z drugiej strony dołek z ubiegłych wakacji kształtował się w okolicach 6,0 USD/mmBTU (już wtedy ujemna dynamika r/r była wyraźna) – wydaje się, że miejsca do spadku (oczywiście przy uwzględnieniu negatywnego czynnika sezonowego) będzie coraz mniej.

Po dobrym okresie przełomu roku (bardzo niskie ceny ropy) obecnie spadła rentowność biznesu detalicznego (w większym zakresie przez wzrost kursu USD/PLN niż przez same ceny ropy). Korzystnie dla krajowych producentów wygląda natomiast sytuacja na rynku hurtowym (premia ładowa) szczególnie w przypadku oleju napędowego.

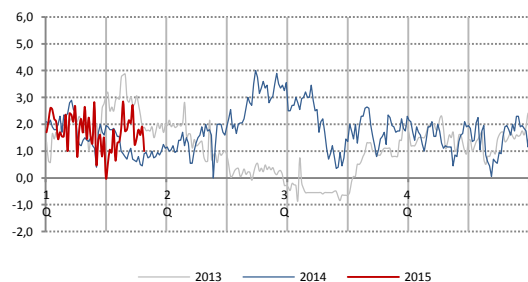
Odsetek wyłączonych/wstrzymanych mocy rafineryjnych w Europie/Afryce



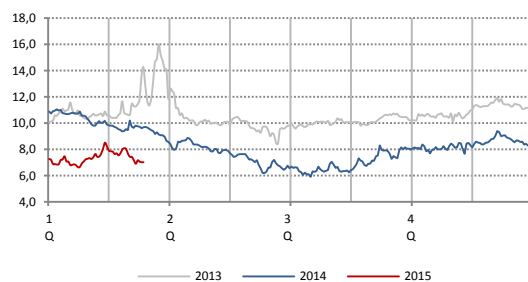
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Brent [USD/bbl] – r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl] r/r

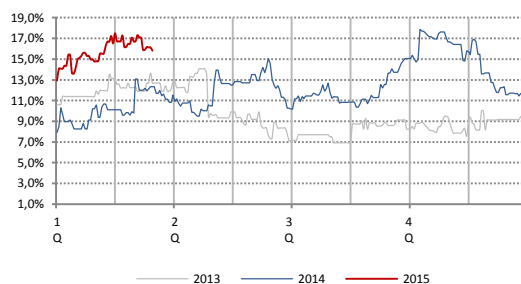


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Neste Oil
Cena gazu NBP UK [USD/mmBTU]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

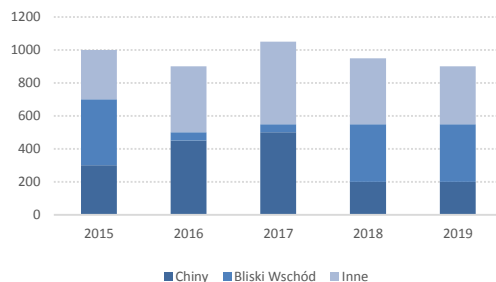
Odsetek wyłączonych/wstrzymanych mocy rafineryjnych w USA



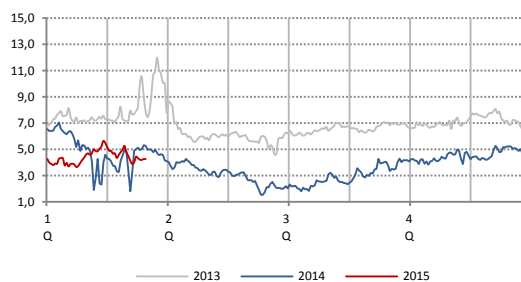
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Planowane otwarcia mocy rafineryjnych netto w latach 2013-2017 [mln bbl/d]

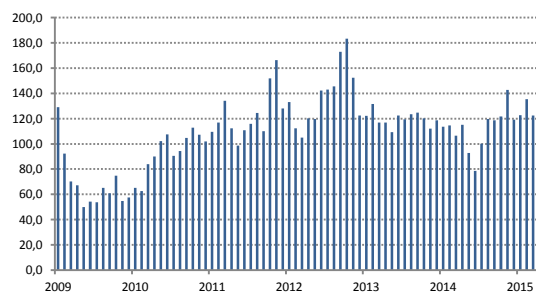


Źródło: BDM S.A., Valero
Spread ceny gazu NBP UK – Henry HUB USA [USD/mmBTU]

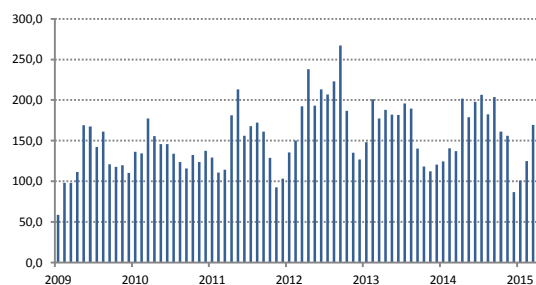


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

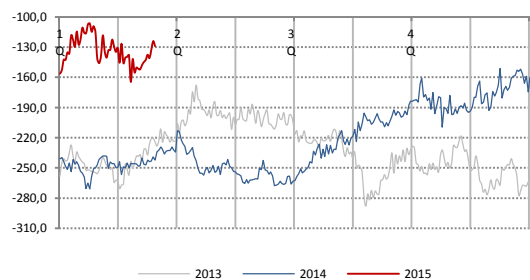
Diesel marża [USD/t]



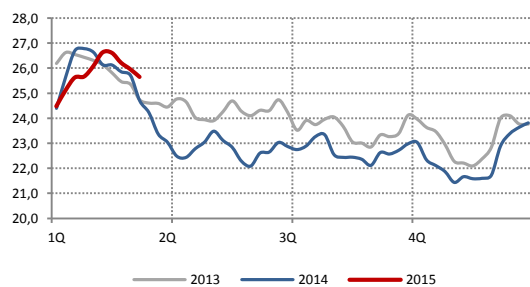
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna marża [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
COO marża [USD/t] r/r

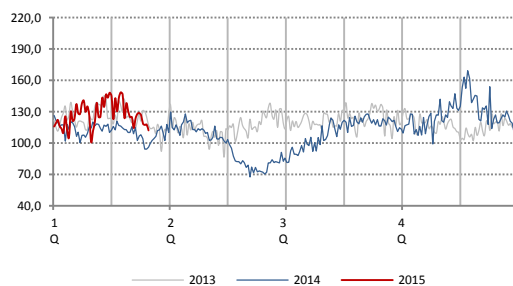


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna – zapasy/popyt w USA [dni]

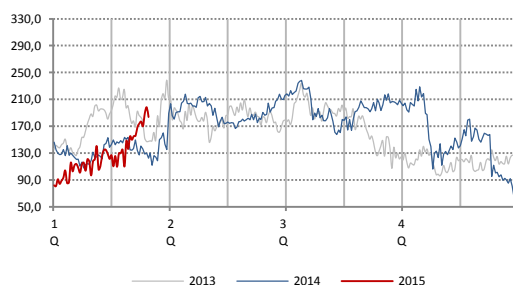


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

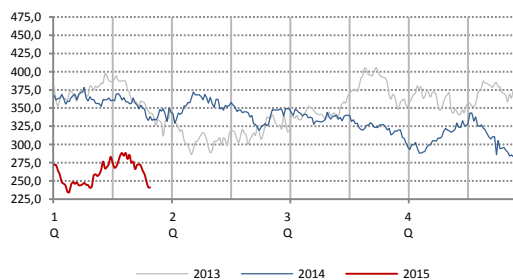
Diesel marża [USD/t] r/r



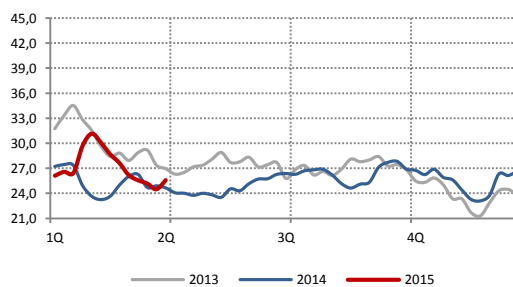
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna marża [USD/t] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Spread ON - COO [USD/t] r/r

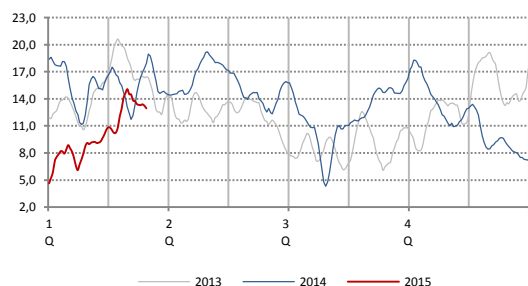


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Destylaty – zapasy/popyt w USA [dni]

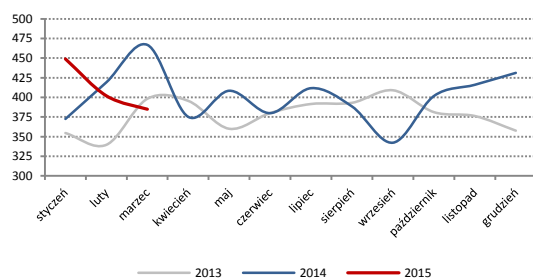


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

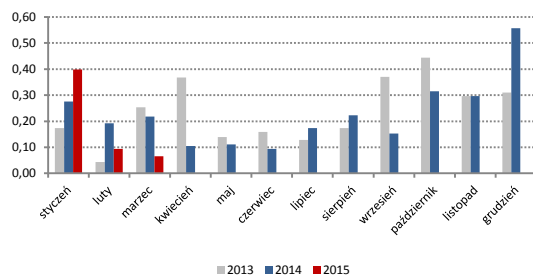
Marża rafineryjna Gulf Coast LLS Cracking [USD/bbl]



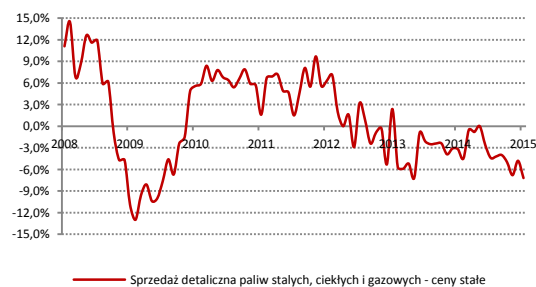
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, średnia 5-dni
Benzyna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN
Benzyna – marża detaliczna [PLN/litr]

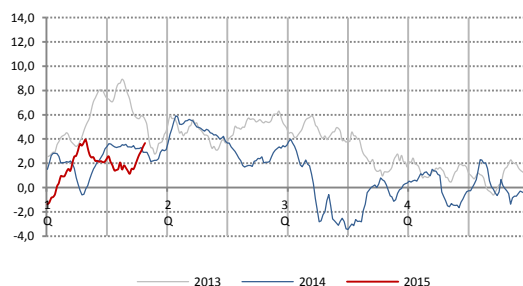


Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)
Dynamika sprzedaży paliw w Polsce r/r – ceny stałe

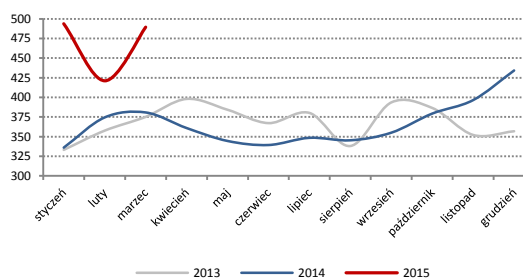


Źródło: BDM S.A., GUS

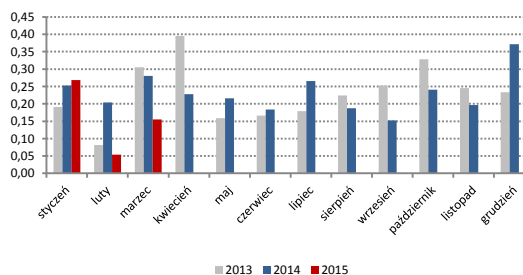
Marża rafineryjna NWE Brent Cracking [USD/bbl]



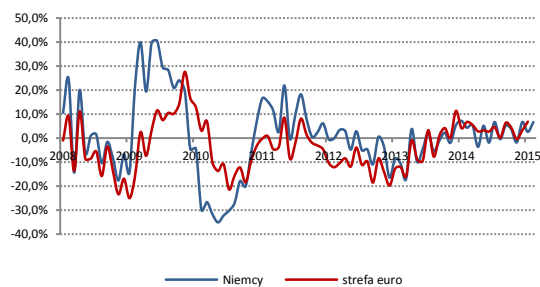
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, średnia 5-dni
ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN
ON – marża detaliczna [PLN/litr]



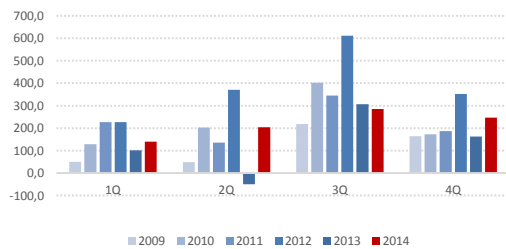
Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)
Dynamika sprzedaży aut w strefie euro i w Niemczech



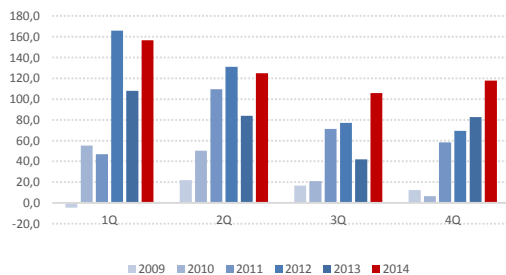
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI KWARTALNE

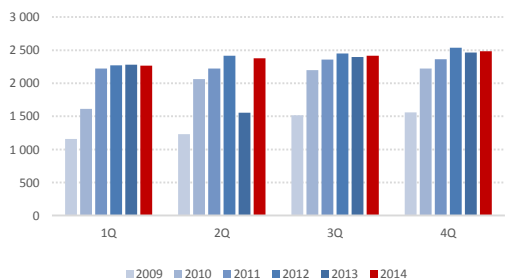
Downstream EBITDA LIFO skorygowana* [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO, różnice kursowe oraz przeszacowania zapasów oraz rozpoznanie „tanich” warstw ropy ujęte w wyniku LIFO (170 mln PLN w 1Q'13, 103 mln PLN w 3Q'13)
Upstream EBITDA skorygowana* [mln PLN]

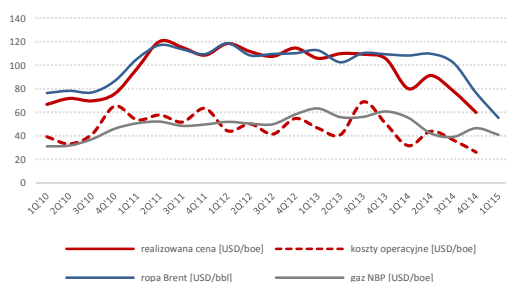


Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO
Przetwórcy ropy kwartalnie [tys ton]



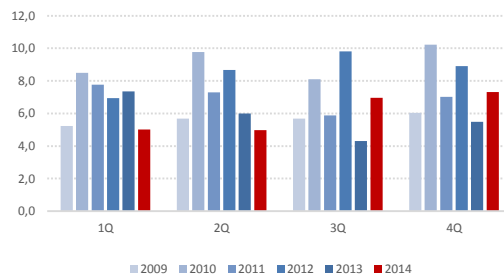
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura cen i kosztów w segmencie wydobywczym



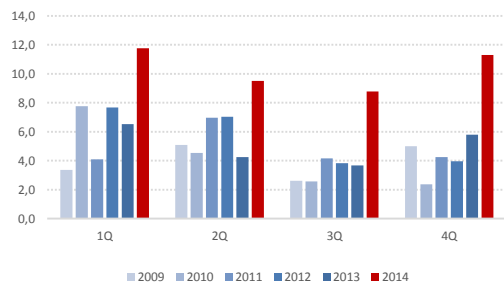
Źródło: BDM S.A., spółka

Downstream – marża modelowa [USD/bbl]

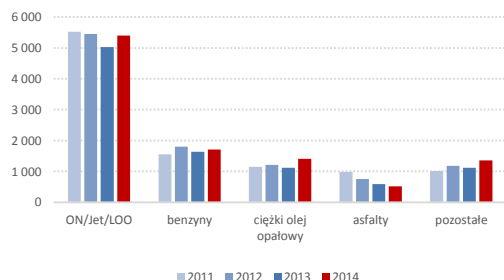


Źródło: BDM S.A., spółka, do 4Q'11 szacunki własne

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



Źródło: BDM S.A., spółka, kwartał=90/91/92 dni
Struktura uzysków [tys ton]



Źródło: BDM S.A., spółka

- poprawa wyniku EBITDA w upstreamie związana jest z konsolidacją projektu Heimdal; w 4Q'14 spółka miała także relatywnie niskie koszty operacyjne (bez amortyzacji) na poziomie około 26 USD/boe (36 USD/boe w 3Q'14)
- marża modelowa w 4Q'14 wzrosła do 7,3 USD/bbl z 5,5 USD/bbl rok wcześniej (do 24,7 PLN/bbl z 16,9 PLN/bbl); oczyszczona EBITDA downstream'u wzrosła w 4Q'14 ze 162 mln PLN do 246 mln PLN – licząc wprost wzrost wyniku na bazie poprawy marży modelowej, przyrost EBITDA powinien być o kilkadziesiąt mln PLN wyższy – zwracamy jednak uwagę, że i) mniej korzystna była struktura uzysków (więcej ciężkiego oleju opałowego kosztem asfaltów), ii) w środowisku szybko taniejącej ropy realizowane w rzeczywistości ceny za produkty były niższe niż wskazywały na to benchmarki

Wyniki za 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14	zmiana r/r	4Q'14P BDM	odchyl.	4Q'14P kons.	odchyl.	2013	2014	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	7 496,8	6 575,8	-12,3%	6 517,3	0,9%	6 491,7	1,3%	28 559,2	28 501,9	-0,2%
EBITDA	113,0	-856,8	-	-617,7	38,7%	-651,4	-	809,1	-584,1	-
EBITDA LIFO	192,7	6,5	-96,6%	184,0	-96,4%	174,0	-96,2%	1 185,7	378,0	-68,1%
EBITDA LIFO skoryg.*	251,3	205,0	-18,4%	264,1	-22,4%	-	-	1 164,0	1 197,2	2,8%
EBITDA LIFO skoryg. ex/FX **	224,5	238,4	6,2%	295,7	-19,4%	-	-	1 087,4	1 262,3	16,1%
EBITDA LIFO skoryg. ex/FX przez.***	224,5	369,4	64,5%	395,7	-6,6%			814,6	1 393,3	71,0%
EBIT	-47,2	-1 074,9	-	-821,3	-	-854,5	-	166,6	-1 393,0	-
Zysk (strata) brutto	-52,9	-1 502,6	-	-1 151,8	-	-	-	-58,7	-2 123,7	-
Zysk (strata) netto	-24,4	-1 276,4	-	-985,6	-	-1 001,4	-	39,4	-1 466,3	-
Marża EBITDA	1,5%	-13,0%		-9,5%		-10,0%		2,8%	-2,0%	
Marża EBITDA LIFO	2,6%	0,1%		2,8%		2,7%		4,2%	1,3%	
Marża EBIT	-0,6%	-16,3%		-12,6%		-13,2%		0,6%	-4,9%	
Marża zysku netto	-0,3%	-19,4%		-15,1%		-15,4%		0,1%	-5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *skoryg=oczyszczona o saldo pozostałej działalności operacyjnej, **ex/FX=wynik oczyszczony dodatkowo o operacyjne różnice kursowe, *** ponadto wynik oczyszczony o odpis na zapasach wg MSR 2 na 131 mln PLN w 4Q'14 oraz 273 mln PLN rozpoznanego wyniku na „taniach” warstwach ropy w 2013 roku (1 i 3Q'13)

Wyniki raportowane były słabsze od naszych prognoz oraz od konsensusu. W segmencie wydobywczym spółka dokonała odpisów na 166 mln PLN (Heimdal oraz aktywa litewskie). Spółka już wcześniej sygnalizowała, że takie odpisy się pojawią. Oczekiwaliśmy jednak o połowę mniejszej skali (trudno nam powiedzieć co było ujęte w konsensusie). Znormalizowana EBITDA w upstream'ie była zgodna z naszymi założeniami – zwracamy uwagę, że w porównaniu z poprzednimi kwartałami 2014 roku w końcówce roku spółce udało się ograniczyć koszty operacyjne w tym obszarze do ok. 26 USD/bbl (w całym roku było to ok. 34 USD/bbl vs 46 USD/bbl w 2013 roku – spadek jest pochodną kontrybucji do wyników aktywów norweskich).

W skali całej spółki saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -199 mln PLN, w tym 32 mln PLN odpisów w downstream'ie (z tego połowa w części detalicznej). Dodatkowo na poziomie EBITDA LIFO rafinerii ujęty jest odpis na zapasach wg MSR 2 na 131 mln PLN (ujmowaliśmy w naszych prognozach 100 mln PLN). Operacyjne różnice kursowe były zgodne z naszymi założeniami (-33 mln PLN). Oczyszczony o wszystkie te zdarzenia wynik EBITDA LIFO na poziomie skonsolidowanym wyniósłby 369 mln PLN. My zakładaliśmy w takim układzie 396 mln PLN – generalnie różnica nie jest duża, prawdopodobnie wynika ona głównie z niedoszacowania efektu, że w środowisku szybko taniejącej ropy realizowane w rzeczywistości ceny za produkty były niższe niż wskazywały na to benchmarki. Efekt LIFO obciążył wyniki raportowane o w sumie 863 mln PLN, przy czym realny efekt LIFO to 413 mln PLN a reszta wynika z odpisu aktualizującego wartość zapasów do cen możliwych do uzyskania wg MSR 2, który spółka sygnalizowała już wcześniej.

Wynik netto obciążany jest przez ujemne saldo finansowe na -403 mln PLN (zakładaliśmy -331 mln PLN). Spółka wykazała „ujemny” podatek na -233 mln PLN (zakładaliśmy -166 mln PLN). Pozytywnie oceniamy przepływy z działalności operacyjnej: +451 mln PLN w 4Q'14. Dług netto (z uwzględnieniem środków z emisji) to 5,3 mld PLN (6,1 mld PLN po 3Q'14 – spadek jest efektem emisji). Zadłużenie z tytułu kredytów i obligacji w USD wynosiło prawie 5,8 mld PLN (ponad 1,6 mld USD, z czego kredyty związane z programem 10+ to 1,2 mld USD).

EBITDA za 4Q'2014 skorygowana

	EBITDA	EBITDA LIFO skoryg
Razem	-857	369
Segment wydobywczy	-48	118
Segment produkcji i handlu	-814	247
w tym: detal	4	20
Pozostałe	2	2
Korekty konsolidacyjne	3	3
saldo PPO/PKO		-199
efekt LIFO*		-863
efekt MSR 2*		-131
operacyjne FX*		-33

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

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

	4Q'13	3Q'14	4Q'14	4Q'14 produkcja
Polska	41,6	40,4	40,0	0,31
Norwegia*	19,8	5,4	4,9	0,62
Litwa	7,5	7,8	7,6	0,13
razem	68,9	53,6	52,5	1,06

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

Oczyszczona EBITDA (dane historyczne)

	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'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	7,3
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	2 642,5
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	75,8
- gaz [mln m3]	2,9	2,5	2,6	2,6	3,1	2,9	2,9	78,3	28,0	54,2	72,6
Ropa Brent [USD/bbl]	108,3	109,5	110,1	112,6	102,4	110,2	109,2	108,2	109,7	102,0	76,6
Gas NBP [USD/boe]	50,4	49,8	58,2	63,4	55,9	56,2	60,8	55,4	42,1	39,0	46,5
Przychody [mln PLN]	8 384,1	8 568,8	8 325,8	7 168,7	6 106,2	7 787,5	7 496,8	7 177,0	7 199,3	7 549,8	6 575,8
Wydobycie	237,3	125,4	132,8	187,4	124,0	109,5	164,9	258,8	240,1	198,1	209,3
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	5 070,1
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	1 401,4
Inne/korekty	-171,8	-86,9	-79,9	-195,6	-128,6	-116,8	-172,9	-129,5	-199,0	-128,8	-105,0
EBITDA LIFO ex/FX adj**[mln PLN]	536,0	724,5	423,5	164,6	40,0	383,7	244,8	284,5	310,6	428,8	369,4
marża	6,4%	8,5%	5,1%	2,3%	0,7%	4,9%	3,3%	4,0%	4,3%	5,7%	5,6%
Wydobycie	131,0	77,1	69,5	108,0	83,8	42,0	82,8	156,6	124,9	105,7	117,8
Produkcja	356,1	595,3	341,0	108,0	-60,8	285,4	143,2	121,7	187,6	245,7	226,8
Detal	15,0	16,6	11,3	-6,3	10,6	20,6	19,2	17,6	17,0	39,8	20,1
Inne/korekty	33,9	35,5	1,7	-45,1	6,4	35,7	-0,4	-11,4	-18,9	37,6	4,7

Źródło: BDM S.A., spółka (dane historyczne na bazie plików databook), *obliczenia własne z notowań Bloomberg, 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, saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz inne wskazywane przez spółkę one-offy

Segment produkcyjny – uzyski i sprzedaż [tys ton]

	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14
uzyski													
Benzyny	415	415	451	437	493	416	305	444	469	403	431	447	424
ON	1 202	1 046	1 158	1 230	1 148	1 008	810	1 243	1 216	1 048	1 146	1 147	1 115
Jet	113	115	153	131	131	159	67	127	118	126	169	204	188
LOO	127	117	47	59	115	109	39	54	82	77	39	50	90
COO	215	369	258	273	306	380	208	198	334	425	299	290	393
Pozostałe	536	387	517	537	499	357	303	563	488	374	497	533	465
Suma	2 608	2 448	2 584	2 668	2 693	2 430	1 731	2 628	2 707	2 454	2 581	2 672	2 675
struktura													
Benzyny	15,9%	17,0%	17,4%	16,4%	18,3%	17,1%	17,6%	16,9%	17,3%	16,4%	16,7%	16,7%	15,9%
ON	46,1%	42,7%	44,8%	46,1%	42,6%	41,5%	46,8%	47,3%	44,9%	42,7%	44,4%	42,9%	41,7%
Jet	4,3%	4,7%	5,9%	4,9%	4,9%	6,6%	3,9%	4,8%	4,3%	5,1%	6,6%	7,6%	7,0%
LOO	4,9%	4,8%	1,8%	2,2%	4,3%	4,5%	2,2%	2,1%	3,0%	3,1%	1,5%	1,9%	3,3%
COO	8,3%	15,1%	10,0%	10,2%	11,4%	15,6%	12,0%	7,5%	12,3%	17,3%	11,6%	10,9%	14,7%
Pozostałe	20,5%	15,8%	20,0%	20,1%	18,5%	14,7%	17,5%	21,4%	18,0%	15,2%	19,3%	19,9%	17,4%
sprzedaż													
Benzyny	460	514	465	474	541	435	365	496	504	440	437	463	480
ON	1 267	1 022	1 196	1 224	1 151	1 026	1 052	1 178	1 140	1 135	1 143	1 148	1 146
Jet	103	126	142	137	137	140	78	124	109	125	172	210	185
LOO	134	117	51	62	108	110	44	52	87	79	39	51	87
COO	162	310	214	253	299	358	196	202	330	427	299	297	397
Pozostałe	453	242	524	449	401	226	263	465	387	317	363	460	438
Suma	2 579	2 330	2 591	2 599	2 638	2 294	1 999	2 516	2 556	2 523	2 454	2 628	2 731
struktura													
Benzyny	17,6%	21,0%	18,0%	17,8%	20,1%	17,9%	21,1%	18,9%	18,6%	17,9%	16,9%	17,3%	17,9%
ON	48,6%	41,7%	46,3%	45,9%	42,7%	42,2%	60,8%	44,8%	42,1%	46,3%	44,3%	43,0%	42,8%
Jet	3,9%	5,1%	5,5%	5,1%	5,1%	5,8%	4,5%	4,7%	4,0%	5,1%	6,7%	7,8%	6,9%
LOO	5,1%	4,8%	2,0%	2,3%	4,0%	4,5%	2,6%	2,0%	3,2%	3,2%	1,5%	1,9%	3,3%
COO	6,2%	12,6%	8,3%	9,5%	11,1%	14,7%	11,3%	7,7%	12,2%	17,4%	11,6%	11,1%	14,8%
Pozostałe	17,4%	9,9%	20,3%	16,8%	14,9%	9,3%	15,2%	17,7%	14,3%	12,9%	14,1%	17,2%	16,4%

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

PROGNOZA WYNIKÓW

Wyniki skonsolidowane 2013-14 oraz prognoza na 2015 [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15P	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P
Dated Brent FOB	112,6	102,4	110,2	109,2	108,2	109,7	102,0	76,6	53,7	55,6	58,3	60,4
Ural CIF Rotterdam	110,5	101,9	110,0	107,8	106,8	107,5	100,2	75,1	52,0	54,7	57,8	59,4
Dyferencjał Brent - Ural	1,7	0,7	0,2	1,4	1,4	2,2	1,8	1,5	1,7	0,9	0,5	1,0
Modelowa marża rafinerijna*	7,4	6,0	4,3	5,5	5,0	5,0	7,0	7,3	8,5	6,8	6,7	6,7
USD/PLN średni	3,1	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	3,1	3,4	3,7	3,8	3,7	3,7
USD/PLN [eop]	3,3	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0	3,3	3,5	3,9	3,8	3,7	3,7
Przerób ropy [tys t]	2 282	1 557	2 398	2 466	2 267	2 379	2 417	2 482	2 403	2 410	2 458	2 525
Wykorzystanie mocy	89,8%	84,4%	90,6%	93,1%	87,5%	90,8%	91,3%	93,9%	90,9%	91,2%	93,0%	95,5%
Sprzedaż produktów [tys t]	2 291	1 996	2 513	2 553	2 436	2 448	2 576	2 643	2 461	2 452	2 583	2 619
Wydobycie ropy [tys t]	53,5	53,5	53,5	58,9	81,9	67,1	78,3	77,9	71,7	70,3	70,7	70,6
Sprzedaż ropy [tys t]	73,6	47,3	41,0	65,9	73,5	89,2	60,4	75,8	71,7	70,3	70,7	70,6
Wydobycie gazu [mln m3]	3,8	3,9	3,9	5,2	80,1	28,9	56,1	74,1	61,0	61,0	61,0	61,0
Sprzedaż gazu [mln m3]	2,6	3,1	2,9	2,9	78,3	28,0	54,2	72,6	59,2	59,2	59,2	59,2
Sieć stacji [szt]	405	407	416	439	426	430	432	441	449	457	465	474
Przychody	7 169	6 106	7 788	7 497	7 177	7 199	7 550	6 576	5 421	5 664	5 990	6 192
Wydobycie	187	124	110	165	259	240	198	209	166	165	168	179
Rafineria	5 873	4 692	6 192	6 025	5 679	5 649	5 885	5 070	4 126	4 189	4 419	4 679
Detal	1 304	1 419	1 603	1 480	1 369	1 509	1 595	1 401	1 219	1 403	1 500	1 433
Inne/korekty	-196	-129	-117	-173	-130	-199	-129	-105	-91	-94	-96	-100
EBIT	-26,1	-100,3	340,2	-47,2	17,3	-415,0	79,6	-1 074,9	278,5	383,5	361,3	291,3
Wydobycie	68,3	120,0	7,1	-21,4	57,6	-483,3	-46,9	-151,5	-6,3	-9,1	-7,9	1,4
Rafineria	-28,2	-221,6	293,8	-6,0	-35,0	89,9	69,3	-916,6	284,7	392,4	347,8	286,3
efekt LIFO	-155,3	-86,3	-55,3	-79,7	-56,0	9,5	-52,3	-863,3	66,2	86,5	40,4	50,7
Rafineria LIFO	127,1	-135,3	349,1	73,7	21,0	80,4	121,6	-53,3	218,5	305,9	307,3	235,7
Rafineria LIFO ex/FX	159,3	-153,6	285,4	46,9	22,2	84,6	147,9	-19,9	285,9	293,9	296,4	238,2
Detal	-19,2	-3,1	5,5	-7,3	3,4	2,7	23,3	-11,5	0,2	0,1	21,5	3,6
Inne/korekty	-47,0	4,4	33,8	-12,5	-8,7	-24,3	33,9	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Operacyjne różnice kursowe (FX)	-32,2	18,3	63,7	26,8	-1,2	-4,2	-26,3	-33,4	-67,5	12,0	10,9	-2,5
EBIT LIFO	129,2	-14,0	395,5	32,5	73,3	-424,5	131,9	-211,6	212,4	296,9	320,9	240,6
EBIT LIFO ex/FX	161,4	-32,3	331,8	5,7	74,5	-420,3	158,2	-178,2	279,8	284,9	310,0	243,2
marża	2,3%	-0,5%	4,3%	0,1%	1,0%	-5,8%	2,1%	-2,7%	5,2%	5,0%	5,2%	3,9%
zdarzenia jednorazowe	163,6	86,6	102,8	-77,1	4,3	-558,3	-66,7	-329,5	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO ex/FX adj***	-2,2	-118,9	229,0	82,8	70,2	138,0	224,9	151,3	279,8	284,9	310,0	243,2
marża	0,0%	-1,9%	2,9%	1,1%	1,0%	1,9%	3,0%	2,3%	5,2%	5,0%	5,2%	3,9%
Amortyzacja	166,8	158,9	154,7	162,0	214,3	172,6	203,9	218,1	187,7	187,9	188,2	188,5
EBITDA	140,7	58,6	494,9	114,8	231,6	-242,4	283,5	-856,8	466,2	571,4	549,6	479,8
EBITDA LIFO ex/FX adj***	164,6	40,0	383,7	244,8	284,5	310,6	428,8	369,4	467,5	472,9	498,2	431,7
marża	2,3%	0,7%	4,9%	3,3%	4,0%	4,3%	5,7%	5,6%	8,6%	8,3%	8,3%	7,0%
Wydobycie	108,0	83,8	42,0	82,8	156,6	124,9	105,7	117,8	65,4	62,7	63,8	73,1
Produkcja	108,0	-60,8	285,4	143,2	121,7	187,6	245,7	226,8	385,8	393,7	396,3	338,0
Detal	-6,3	10,6	20,6	19,2	17,6	17,0	39,8	20,1	16,3	16,5	38,2	20,6
Inne/korekty	-45,1	6,4	35,7	-0,4	-11,4	-18,9	37,6	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność finansowa	-194,7	-71,5	46,8	11,9	-38,1	-90,8	-175,1	-402,3	-429,6	69,1	44,2	-79,3
Jednostki stowarzyszone	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,3	-0,1	1,5	-25,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek	-73,0	-46,2	50,4	-32,6	11,3	-383,4	-59,0	-226,2	-4,2	107,6	99,3	144,9
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
Zysk netto	-147,3	-126,1	337,2	-24,4	-32,4	-122,5	-35,0	-1 276,4	-146,8	345,0	306,3	67,0
Dług netto**	6 202	5 949	5 574	5 708	5 996	6 019	6 101	5 287	6 184	5 972	5 783	5 773
Dług netto/EBITDA adj	3,4	4,4	5,5	6,9	6,3	4,9	4,8	3,8	3,9	3,4	3,2	3,1

Źródło: BDM S.A., spółka (dane historyczne na bazie plików databook), *wg spółki, ** bez leasingu, wyceny hedgingu
***wynik oczyszczony o LIFO, operacyjny różnice kursowe, saldo PPO/PKO oraz inne zdarzenia jednorazowe

Na bazie obecnie obserwowanych marż rafineryjnych uważamy, że 1Q'15 może być dla spółki operacyjnie bardzo dobry w segmencie rafineryjnym. Baza z ubiegłego roku jest relatywnie niska. W 1Q'14 modelowa marża wyniosła 5,0 USD/bbl (co pozwoliło wypracować 121,7 mln PLN EBITDA LIFO w rafinerii) – obecnie można spodziewać się 8-9 USD/bbl (w styczniu marża modelowa wyniosła 8,8 USD/bbl a w lutym 9,0 USD/bbl, marzec także zaczął się dobrze). Spółka przerabia kwartalnie ropę na poziomie ok. 17-18 mln bbl (przy ok 4 USD/bbl różnicy daje to ok. 70 mln USD). Dodatkowo zwracamy także uwagę, że w 1Q'14 średni kurs USD/PLN wynosił jedynie 3,06 (obecnie ponad 20% wyżej). Wyniki będą niestety zainfekowane przez ujemne operacyjne różnice kursowe (kurs USD/PLN zmienił się względem końca 2014 o ok. 0,4 PLN, przy zmianie w 4Q'14 o 0,21 PLN spółka miała -33 mln PLN różnic ujętych w wyniku EBITDA). W upstremie spodziewamy się naturalnie wyraźnie słabszego wyniku r/r, będącego pochodną spadku cen ropy i gazu r/r (przy czym oczekujemy utrzymania dyscypliny kosztowej widocznej w końcówce 2014, niższe ceny surowca amortyzowane w części są przez słabość PLN).

W całym 2015 roku spodziewamy się, że czysty wynik EBITDA LIFO rafinerii może sięgnąć 1,5 mld PLN (vs 782 mln PLN w 2014 – poprawa wynika głównie z: i) wyższy wynik na produktach, ii) korzystny kurs USD/PLN (co będzie niestety niwelowane na poziomie netto przez hedging – spółka miała na koniec 4Q'14 otwartą krótką pozycję na 412 mln USD – zwykle zabezpieczana jest spodziewane marża na 3-5Q w przód). Zwracamy też uwagę, że w czasie 2014 roku spółka sygnalizowała, że wyniki były zaniżane przez różne zdarzenia typu: różnice kursowe na zakupie ropy (3Q'14) czy rozjazd pomiędzy cenami benchmarkowymi a realizowanymi (4Q'14) – każde z nich może zaniżać bazę o kilkadziesiąt mln PLN.

W detalu nie oczekujemy poprawy r/r (długoterminowo dostrzegamy potencjał do wzrostu EBITDA>100 mln PLN wraz ze wzrostem „dojrzałości” sieci). Natomiast w wydobywaniu oczyszczona EBITDA może naszym zdaniem skurczyć się nawet o połowę (co oznaczałoby zejście EBIT w okolice zera).

Na saldzie finansowym w 2015 (-399 mln PLN) uwzględniamy 223 mln PLN odsetek i opłat, reszta to różnice kursowe i straty na hedgingu.

Długoterminowo przyjmujemy cenę ropy według krzywej kontraktów forward (dyferencjał Brent-Ural założono na 1,0 USD/bbl). 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, w zamian powstaje diesel, koks oraz inne produkty). Od połowy 2016 roku (wcześniej zakładaliśmy start od początku 2016) przyjmujemy komercyjną eksploatację złoża B8 (spodziewana produkcja 2,0-2,2 mln bbl rocznie w pierwszych latach produkcji). Nie uwzględniamy w modelu złoża B4/B6. Dość szybko po 2015 zmaleje znaczenie wydobywania z projektu Heimdal.

Naszym zdaniem spółka, mimo stale towarzyszących jej ryzyk (słaby bilans, niekończące się inwestycje generujące rozczarowujące zwroty), ma szansę dostarczyć nieco pozytywnych zaskoczeń w bieżącym roku (m.in. dostrzegamy miejsce do podniesienia się konsensusu w najbliższych miesiącach).

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2015 kons	2015 BDM	odchyl.	2016 kons	2016 BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	22 670	23 267	2,6%	23 439	25 218	7,6%
EBITDA	1 547	2 067	33,6%	1 657	2 061	24,4%
EBITDA LIFO	-	1 823	-	-	1 906	-
EBIT	718	1 315	83,1%	851	1 342	57,8%
Zysk netto	199	572	187,9%	519	832	60,5%
Dług netto	5 522	5 773	4,5%	5 686	5 526	-2,8%
Amortyzacja	829	752	-9,2%	806	718	-10,9%

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

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

Data rekomendacji	2015	2016
2015-03-15	1 389	1 565
2015-03-09	1 873	1 961
2015-03-06	1 644	2 210
2015-03-06	1 933	-
2015-02-23	1 788	1 365
2015-02-18	1 146	1 320
2015-02-13	1 419	1 804
2015-01-14	1 183	1 373

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Skorygowane prognozy wyników na lata 2015-2016 rok [mln PLN]

	2015P poprzednio*	2015P aktualnie	zmiana	2016P poprzednio*	2016P aktualnie	zmiana
Przychody	24 964	23 267	-6,8%	25 402	25 218	-0,7%
EBITDA	1 646	2 067	25,6%	2 218	2 061	-7,1%
EBITDA LIFO	1 771	1 823	3,0%	2 212	1 906	-13,8%
EBITDA LIFO ex/FX skoryg.	1 771	1 870	5,6%	2 212	1 906	-13,8%
EBIT	866	1 315	51,8%	1 370	1 342	-2,0%
Zysk (strata) brutto	781	919	17,7%	1 226	1 112	-9,3%
Zysk (strata) netto	463	572	23,4%	930	832	-10,5%
Marża EBITDA	6,6%	8,9%		8,7%	8,2%	
Marża EBIT	3,5%	5,7%		5,4%	5,3%	
Marża zysku netto	1,9%	2,5%		3,7%	3,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 26.11.2014

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Dated Brent FOB	111,6	108,6	99,1	57,0	64,1	68,3	71,2	73,7	75,9	75,9	75,9	76,7	76,7
Ural CIF Rotterdam	110,1	107,6	97,4	56,0	63,1	67,3	70,2	72,7	74,9	74,9	74,9	75,7	75,7
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	7,2	6,1	5,2	5,2	5,3	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1
USD/PLN średni	3,3	3,2	3,2	3,7	3,8	3,8	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
USD/PLN [eop]	3,1	3,0	3,5	3,7	3,8	3,8	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Przerób ropy [tys t]	9 674	8 703	9 544	9 795	9 890	9 251	10 080	10 056	10 038	9 241	10 051	10 056	10 061
Wykorzystanie mocy	93,3%	83,9%	90,9%	92,6%	93,3%	86,7%	94,4%	94,2%	94,0%	86,6%	94,2%	94,2%	94,2%
Produkcja: [tys t]													
Diesel/Jet/LOO	5 450	5 032	5 399	5 537	5 605	5 202	6 099	6 524	6 524	5 997	6 527	6 527	6 527
Benzyna	1 442	1 348	1 420	1 435	1 431	1 321	1 433	1 433	1 433	1 321	1 433	1 433	1 433
COO/Asfalty	1 963	1 712	1 921	1 998	2 010	1 871	1 209	385	385	362	385	385	385
Inne	1 539	1 405	1 641	1 668	1 691	1 657	1 897	1 993	1 993	1 832	1 994	1 994	1 994
Wydobycie ropy [tys t]	262,3	219,4	305,2	283,4	402,4	542,2	521,5	484,9	448,7	434,4	420,6	407,3	394,5
Wydobycie gazu [mln m3]	20,9	16,8	239,2	244,0	128,2	106,9	97,2	65,5	27,9	26,8	25,7	24,7	23,7
Sieć stacji [szt]	405	439	441	474	482	490	498	506	514	522	530	538	546
Przychody	33 111	28 559	28 502	23 267	25 218	26 240	28 334	29 325	29 609	28 844	29 684	29 983	30 031
Wydobycie	760	586	906	679	861	1 167	1 158	1 081	985	953	923	903	875
Rafineria	27 021	22 781	22 283	17 413	18 963	19 738	21 571	22 391	22 522	21 562	22 201	22 261	22 100
Detal	5 879	5 806	5 875	5 555	6 059	6 342	6 616	6 853	7 087	7 283	7 483	7 722	7 931
Inne/korekty	-549	-614	-562	-381	-666	-1 007	-1 010	-1 001	-985	-953	-923	-903	-875
EBIT	301,1	166,6	-1 393,0	1 314,7	1 342,5	1 093,5	1 443,1	1 569,0	1 519,3	1 278,6	1 422,8	1 405,5	1 381,5
Wydobycie	-680,2	174,0	-624,1	-21,9	143,9	431,1	447,2	447,3	433,3	408,7	384,9	371,4	349,2
Rafineria	989,3	38,0	-792,4	1 311,1	1 164,5	621,5	948,0	1 070,9	1 031,9	813,6	979,1	972,2	967,7
efekt LIFO	-54,9	-376,6	-962,1	243,8	154,4	70,1	55,5	28,6	27,9	-7,2	-4,9	-2,5	-2,5
Rafineria LIFO	1 044,2	414,6	169,7	1 067,3	1 010,1	551,4	892,6	1 042,2	1 004,0	820,7	984,0	974,7	970,3
Rafineria LIFO ex/FX	1 075,4	338,0	234,8	1 114,4	1 010,1	551,4	892,6	1 042,2	1 004,0	820,7	984,0	974,7	970,3
Detal	-11,8	-24,1	17,9	25,4	34,1	40,9	47,8	50,9	54,0	56,3	58,8	61,9	64,5
Inne/korekty	3,8	-21,3	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO	356,0	543,2	-430,9	1 070,9	1 188,1	1 023,3	1 387,6	1 540,4	1 491,3	1 285,7	1 427,8	1 408,0	1 384,0
EBIT LIFO ex/FX	387,2	466,6	-365,8	1 117,9	1 188,1	1 023,3	1 387,6	1 540,4	1 491,3	1 285,7	1 427,8	1 408,0	1 384,0
marża	1,2%	1,6%	-1,3%	4,8%	4,7%	3,9%	4,9%	5,3%	5,0%	4,5%	4,8%	4,7%	4,6%
zdarzenia jednorazowe	-953,3	294,5	-950,2	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	172,1	584,4	1 117,9	1 188,1	1 023,3	1 387,6	1 540,4	1 491,3	1 285,7	1 427,8	1 408,0	1 384,0
marża	4,0%	0,6%	2,1%	4,8%	4,7%	3,9%	4,9%	5,3%	5,0%	4,5%	4,8%	4,7%	4,6%
Amortyzacja	657,5	642,5	808,9	752,4	718,1	733,7	789,9	817,8	753,0	740,1	731,4	723,2	715,3
EBITDA	958,6	809,1	-584,1	2 067,0	2 060,6	1 827,2	2 232,9	2 386,9	2 272,2	2 018,7	2 154,2	2 128,7	2 096,8
EBITDA LIFO ex/FX adj**	1 998,0	814,6	1 393,3	1 870,3	1 906,2	1 757,0	2 177,5	2 358,2	2 244,3	2 025,9	2 159,2	2 131,2	2 099,3
marża	6,0%	2,9%	4,9%	8,0%	7,6%	6,7%	7,7%	8,0%	7,6%	7,0%	7,3%	7,1%	7,0%
Wydobycie	443,3	316,6	505,0	265,0	396,9	703,3	704,0	659,5	596,7	567,0	538,4	520,2	493,5
Produkcja	1 523,0	475,8	781,8	1 513,8	1 406,5	943,1	1 354,7	1 575,7	1 520,3	1 328,1	1 486,4	1 472,4	1 463,5
Detal	39,0	44,1	94,5	91,5	102,8	110,7	118,8	123,0	127,2	130,7	134,3	138,6	142,3
Inne/korekty	-7,3	-21,9	12,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność finansowa	53,7	-207,1	-706,2	-395,6	-230,8	-190,6	-145,6	-98,2	-70,0	-75,1	-52,3	-29,2	-7,7
Jednostki stowarzyszone	4,1	-18,1	-24,5	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	-657,3	347,6	279,2	195,4	315,0	318,0	275,9	280,5	310,4	307,9	307,7
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	-1 466,3	571,5	832,4	707,5	982,5	1 152,8	1 173,4	923,0	1 060,1	1 068,3	1 066,1
Dług netto	6 168	5 686	5 287	5 773	5 526	4 765	3 665	2 376	1 610	1 135	500	-49	-554
Dług netto/EBITDA adj**	3,1	7,0	3,8	3,1	2,9	2,7	1,7	1,0	0,7	0,6	0,2	0,0	-0,3

Źródło: BDM S.A. *wg benchmarku spółki, **wynik oczyszczony o LIFO, operacyjny różnice kursowe, saldo PPO/PKO oraz 273 mln PLN zysku na tańszych warstwach ropy w 2013 i -131 mln PLN straty na przeszacowaniu zapasów w 2014 roku

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	11 504	11 981	11 792	12 469	13 105	13 266	12 906	12 561	12 410	12 364	12 323	12 288	12 256
Wartości niematerialne i prawne	543	705	600	580	560	540	521	501	482	463	444	426	407
Rzeczowe aktywa trwałe	9 645	10 009	9 486	10 281	11 008	11 250	10 967	10 673	10 542	10 515	10 492	10 476	10 462
Pozostałe aktywa trwałe	1 316	1 266	1 706	1 607	1 537	1 476	1 418	1 386	1 386	1 386	1 386	1 386	1 386
Aktywa obrotowe	8 501	8 304	7 155	6 536	6 536	6 387	7 038	7 446	7 330	6 888	6 861	6 714	6 614
Zapasy	5 963	5 729	3 917	3 848	3 869	3 705	4 065	4 061	4 087	3 958	4 002	4 041	4 102
Należności krótkoterminowe	1 716	1 668	1 466	1 196	1 303	1 358	1 468	1 523	1 542	1 502	1 546	1 561	1 564
Inwestycje krótkoterminowe	822	907	1 772	1 493	1 364	1 325	1 505	1 862	1 701	1 429	1 313	1 112	949
-środki pieniężne i ekwiwalenty	389	525	1 377	1 098	969	930	1 110	1 467	1 306	1 033	918	717	554
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	20 005	20 285	18 947	19 005	19 641	19 653	19 944	20 007	19 740	19 252	19 184	19 002	18 870
Kapitał (fundusz) własny	9 066	9 190	8 258	8 624	9 431	10 139	11 140	12 031	12 655	12 991	13 590	14 128	14 660
Zobowiązania i rezerwy na zob.	10 939	11 095	10 689	10 381	10 210	9 514	8 803	7 976	7 085	6 261	5 594	4 874	4 210
Rezerwy na zobowiązania	871	1 296	1 039	1 039	1 039	1 039	1 039	1 039	1 039	1 039	1 039	1 039	1 039
Zobowiązania długoterminowe	4 550	4 549	4 558	4 765	4 389	3 589	2 670	1 737	811	63	63	63	63
- w tym dług oprocentowany	4 462	4 496	4 496	4 702	4 327	3 527	2 608	1 675	748	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	5 518	5 250	5 092	4 578	4 781	4 886	5 095	5 199	5 235	5 160	4 493	3 772	3 109
- w tym dług oprocentowany	2 095	1 715	2 168	2 168	2 168	2 168	2 168	2 168	2 168	2 168	1 418	668	0
Pasywa razem	20 005	20 285	18 947	19 005	19 641	19 653	19 944	20 007	19 740	19 252	19 184	19 002	18 870

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	33 074	28 559	28 502	23 267	25 218	26 240	28 334	29 325	29 609	28 844	29 684	29 983	30 031
Zysk (strata) na sprzedaży	1 262	145	-574	1 315	1 342	1 093	1 443	1 569	1 519	1 279	1 423	1 405	1 381
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1 036	8	-819	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	966	809	-584	2 067	2 061	1 827	2 233	2 387	2 272	2 019	2 154	2 129	2 097
EBITDA LIFO	1 021	1 186	378	1 823	1 906	1 757	2 177	2 358	2 244	2 026	2 159	2 131	2 099
EBIT	308	167	-1 393	1 315	1 342	1 093	1 443	1 569	1 519	1 279	1 423	1 405	1 381
EBIT LIFO	363	543	-431	1 071	1 188	1 023	1 388	1 540	1 491	1 286	1 428	1 408	1 384
Saldo działalności finansowej	54	-207	-706	-396	-231	-191	-146	-98	-70	-75	-52	-29	-8
Zysk (strata) brutto	366	-59	-2 124	919	1 112	903	1 297	1 471	1 449	1 203	1 370	1 376	1 374
Zysk (strata) netto	928	39	-1 466	572	832	707	982	1 153	1 173	923	1 060	1 068	1 066

CF [mln PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	1 331	1 416	1 380	1 452	1 889	1 892	1 718	2 175	2 008	1 824	1 834	1 793	1 729
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-810	-931	-958	-1 528	-1 417	-949	-480	-494	-591	-685	-684	-683	-680
Przepływy z działalności finansowej	-883	-244	-597	-203	-600	-983	-1 057	-1 324	-1 578	-1 411	-1 265	-1 311	-1 212
Przepływy pieniężne netto	-363	241	-175	-279	-129	-39	181	357	-161	-273	-115	-202	-163
Środki pieniężne na początek okresu*	148	-243	-3	1 377	1 098	969	930	1 110	1 467	1 306	1 033	918	717
Środki pieniężne na koniec okresu*	-243	-3	-167	1 098	969	930	1 110	1 467	1 306	1 033	918	717	554

*poziom raportowany przez spółkę w bilansie i rachunku przepływów nie jest równy w latach 2012-14

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-0,2%	-18,4%	8,4%	4,1%	8,0%	3,5%	1,0%	-2,6%	2,9%	1,0%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-0,3%	-11,3%	22,2%	6,9%	-4,8%	-11,2%	6,7%	-1,2%	-1,5%
EBIT zmiana r/r	-	-	2,1%	-18,5%	32,0%	8,7%	-3,2%	-15,8%	11,3%	-1,2%	-1,7%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	45,6%	-15,0%	38,9%	17,3%	1,8%	-21,3%	14,9%	0,8%	-0,2%
Marża EBITDA	-2,0%	8,9%	8,2%	7,0%	7,9%	8,1%	7,7%	7,0%	7,3%	7,1%	7,0%
Marża EBITDA LIFO	1,3%	7,8%	7,6%	6,7%	7,7%	8,0%	7,6%	7,0%	7,3%	7,1%	7,0%
Marża EBIT	-4,9%	5,7%	5,3%	4,2%	5,1%	5,4%	5,1%	4,4%	4,8%	4,7%	4,6%
Marża EBIT LIFO	-1,5%	4,6%	4,7%	3,9%	4,9%	5,3%	5,0%	4,5%	4,8%	4,7%	4,6%
Marża brutto	-7,5%	4,0%	4,4%	3,4%	4,6%	5,0%	4,9%	4,2%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża netto	-5,1%	2,5%	3,3%	2,7%	3,5%	3,9%	4,0%	3,2%	3,6%	3,6%	3,5%
ROE	-17,8%	6,6%	8,8%	7,0%	8,8%	9,6%	9,3%	7,1%	7,8%	7,6%	7,3%
ROA	-7,7%	3,0%	4,2%	3,6%	4,9%	5,8%	5,9%	4,8%	5,5%	5,6%	5,6%
Dług	6 664	6 870	6 495	5 695	4 776	3 843	2 916	2 168	1 418	668	0
D / (D+E)	35,2%	36,1%	33,1%	29,0%	23,9%	19,2%	14,8%	11,3%	7,4%	3,5%	0,0%
D / E	54,2%	56,6%	49,4%	40,8%	31,5%	23,8%	17,3%	12,7%	8,0%	3,6%	0,0%
Odsetki / EBIT	50,7%	-30,1%	-17,2%	-17,4%	-10,1%	-6,3%	-4,6%	-5,9%	-3,7%	-2,1%	-0,6%
Dług / kapitał własny	80,7%	79,7%	68,9%	56,2%	42,9%	31,9%	23,0%	16,7%	10,4%	4,7%	0,0%
Dług netto	5 287	5 773	5 526	4 765	3 665	2 376	1 610	1 135	500	-49	-554
Dług netto / kapitał własny	64,0%	66,9%	58,6%	47,0%	32,9%	19,7%	12,7%	8,7%	3,7%	-0,3%	-3,8%
Dług netto / EBITDA	-9,1	2,8	2,7	2,6	1,6	1,0	0,7	0,6	0,2	0,0	-0,3
Dług netto / EBIT	-3,8	4,4	4,1	4,4	2,5	1,5	1,1	0,9	0,4	0,0	-0,4
EV	9 946	10 431	10 185	9 424	8 324	7 035	6 269	5 793	5 159	4 610	4 105
Dług / EV	67,0%	65,9%	63,8%	60,4%	57,4%	54,6%	46,5%	37,4%	27,5%	14,5%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,5%	6,6%	5,6%	3,6%	1,7%	1,7%	2,0%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	123,9%	203,0%	198,4%	130,3%	61,8%	61,7%	80,0%	93,8%	94,4%	95,2%	95,5%
Amortyzacja / Przychody	2,8%	3,2%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,5%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%
Zmiana KO / Przychody	-3,6%	0,0%	0,0%	-0,7%	1,2%	-0,1%	0,1%	-0,4%	0,1%	0,1%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1799,3%	0,2%	-0,1%	-17,3%	16,1%	-1,6%	7,7%	15,8%	4,2%	11,9%	125,2%
Wskaźniki rynkowe	2014	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*	-	8,2	5,6	6,6	4,7	4,0	4,0	5,0	4,4	4,4	4,4
P/BV*	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
P/CE*	-	3,5	3,0	3,2	2,6	2,4	2,4	2,8	2,6	2,6	2,6
EV/EBITDA*	-	5,0	4,9	5,2	3,7	2,9	2,8	2,9	2,4	2,2	2,0
EV/EBITDA LIFO*	26,3	5,7	5,3	5,4	3,8	3,0	2,8	2,9	2,4	2,2	2,0
EV/EBIT*	-	7,9	7,6	8,6	5,8	4,5	4,1	4,5	3,6	3,3	3,0
EV/S*	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
BVPS	44,7	46,6	51,0	54,8	60,3	65,1	68,5	70,3	73,5	76,4	79,3
EPS	-7,9	3,1	4,5	3,8	5,3	6,2	6,3	5,0	5,7	5,8	5,8
CEPS	-3,6	7,2	8,4	7,8	9,6	10,7	10,4	9,0	9,7	9,7	9,6
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	3,1	3,2	2,5	2,9	2,9
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 25,2 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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
akumuluj	28,5	trzymaj	25,8	17.03.2015	25,2	53 181
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 1Q'15:

Kupuj	4	50%
Akumuluj	2	25%
Trzymaj	0	0%
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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena, jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

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

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

Nota prawna:

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

Raport 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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować 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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 17.03.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 23.03.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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 jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 17.03.2015 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.