



Dom Maklerski BDM S.A.

LOTOS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 33,5 PLN

16 LIPIEC 2015

Podwyższamy wycenę Lotosu z 28,5 PLN do 33,5 PLN oraz **podtrzymujemy zalecenie Akumuluj**. Spółki paliwowe w 2Q'15 pokażą jedną z najbardziej widocznych dynamik poprawy wyników na GPW. Marża modelowa Lotosu w rafinerii wzrosła r/r o 62% w USD i 101% w PLN, co pozwala bez problemu rekompensować słabszy wynik w upstreamie. Dodatkowo w takich warunkach spodziewamy się maksymalizacji przez spółkę przerobu. Uważamy, że oczyszczona EBITDA LIFO (raportowana dodatkowo zniekształcona in minus w 2Q'14 przez odpis na Yme) może w 2Q'15 ulec podwojeniu r/r i po 1H'15 przekroczy 1,0 mld PLN. Podtrzymujemy naszą opinię z marcowej rekomendacji, że spółka, mimo stale towarzyszących jej ryzyk (słaby bilans, niekończące się inwestycje generujące rozczarowujące zwroty), ma szanse dostarczyć nieco optymistycznych zaskoczeń w bieżącym roku. Pozytywnie w ostatnich dniach postrzegamy podpisanie umów na finansowanie i budowę instalacji z programu EFRA. Spółka zdecydowała się także upublicznienie spółki kolejowej (Lotos Kolej) przez GPW w 4Q'16, co pozwoli zachować kontrolę nad własną logistyką paliw. We wrześniu planowana jest publikacja nowej zaktualizowanej strategii. Na początku 3Q'15 otoczenie makro nadal jest sprzyjające dla rafinerii (zwracamy uwagę na różnicę r/r w kursie USD/PLN). W dłuższym horyzoncie należy sobie zdawać sprawę z cykliczności trendów w tym obszarze. Spółka posiada też relatywnie sporo większą ekspozycję na upstream niż Orlen (inna wrażliwość wyników na ceny ropy i gazu). Inwestorzy powinni być także świadomi, że ze względu na strukturę akcjonariatu i strategiczny status Lotos narażony jest na ryzyka polityczne.

Modelowa marża rafineryjna Lotosu (z dyferencjałem) w 2Q'15 wzrosła do 8,1 USD/bbl z 5,0 USD/bbl rok temu. Sam dyferencjał Ural/Brent wyniósł 1,5 USD/bbl (2,2 USD/bbl w 2Q'14). Cena ropy Brent wzrosła 54 USD/bbl w 1Q'15 do 62 USD/bbl w 2Q'15 (przy 110 USD/bbl w 2Q'14).

Szacujemy, że Lotos wypracuje oczyszczony wynik EBITDA LIFO na poziomie 0,61 mld PLN. Wynik raportowany (spodziewamy się 0,74 mld PLN) powinien być wsparty przez efekt LIFO oraz dodatnie operacyjne różnice kursowe (nie zakładamy innego typu one-offów). Dla porównania w 2Q'14 spółka wypracowała 0,31 mld PLN oczyszczonej EBITDA LIFO (raportowana EBITDA LIFO wyniosła -0,24 mld PLN, po odpisie aktywów w wydobywaniu). Po 1H'15 spółka może mieć oczyszczony wynik EBITDA LIFO przekraczający 1,0 mld PLN (w całym 2014 roku spółka miała 1,26 mld PLN).

Obecna kapitalizacja Lotosu to 5,6 mld PLN, przy zadłużeniu netto na koniec 1Q'15 6,2 mld PLN (w zdecydowanej większości w USD). Wartość zapasów obowiązkowych na koniec 1Q'15 wynosiła 2,6 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. 2,1 mld PLN.

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	33 074	28 559	28 502	23 888	25 120	25 902
EBITDA raportowana [mln PLN]	975	809	-584	2 164	2 066	1 843
EBITDA skoryg.* [mln PLN]	1 919	787	235	2 147	2 066	1 843
EBITDA LIFO skoryg.* [mln PLN]	1 974	1 164	1 197	2 138	1 923	1 792
EBIT raportowany [mln PLN]	308	167	-1 393	1 412	1 348	1 109
Zysk netto raportowany [mln PLN]	928	39	-1 466	532	830	757
Dług netto [mln PLN]	6 168	5 686	5 287	5 303	5 088	4 314
P/BV	0,4	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6
P/E	4,3	100,2	-	10,6	6,8	7,4
EV/EBITDA	10,4	11,9	-	5,0	5,2	5,4
EV/EBITDA skoryg.*	5,3	12,2	46,4	5,1	5,2	5,4
EV/EBITDA LIFO skoryg.*	5,1	8,3	9,1	5,1	5,6	5,5
EV/EBIT	32,8	57,8	-	7,7	7,9	9,0

*wynik skorygowany o saldo z pozostałej działalności operacyjnej

Wycena SOTP [PLN]	33,5
Wycena porównawcza [PLN]	27,7
Wycena końcowa [PLN]	33,5
Potencjał do wzrostu / spadku	10,2%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	30,4
Kapitalizacja [mln PLN]	5 620,2
Ilość akcji [mln. szt.]	184,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	31,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	23,8
Stopa zwrotu za 3 mc	-0,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	23,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	21,9%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	53,2%
ING OFE	6,4%
Pozostali	40,5%

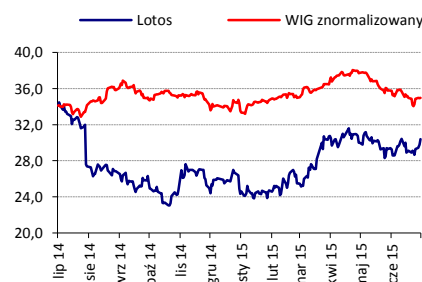
Krzysztof Pado

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
SYTUACJA NA RYNKU RAFINERYJNYM	10
PROGNOZA 2Q'15 I KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE	16

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 24,0 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 9,5 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 33,5 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%	33,5
- Rafineria i detal		24,0
- Upstream		9,5
Wycena metodą porównawczą	0%	27,7
Wycena 1 akcji Lotosu [PLN]		33,5

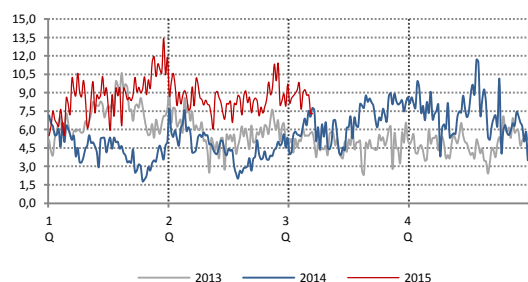
Źródło: BDM S.A.

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	58,0	61,8	65,5	68,0	69,8	70,9	70,9	70,9	71,3	71,3
Ural [usd/bbl]	78,2	109,1	110,1	107,6	97,4	56,8	60,8	64,5	67,0	68,8	69,9	69,9	69,9	70,3	70,3
Dyferencjał [usd/bbl]	1,2	1,7	1,3	1,0	1,7	1,2	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	8,1	6,7	5,6	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Gaz NBP UK [usd/mmBTU]*	6,6	9,0	9,5	10,6	8,2	7,0	6,9	7,1	7,3	7,5	7,5	7,4	7,3	7,3	7,3
USD/PLN (średni)	8,4	9,4	10,2	10,6	10,8	8,0	7,6	7,7	7,9	8,1	8,1	7,9	7,9	7,8	7,7
USD/PLN (eop)	3,02	2,96	3,26	3,16	3,15	3,76	3,84	3,83	3,77	3,69	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Cena produktów [USD/t]:	2,96	3,42	3,10	3,01	3,51	3,81	3,86	3,83	3,77	3,69	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Benzyna															
ON	741	985	1037	987	915	605	616	642	664	675	685	684	684	688	688
COO	696	964	985	943	862	561	583	601	620	634	643	643	643	646	646
Marża na produktach [USD/t]***:	442	610	631	592	528	289	299	324	340	352	360	360	360	363	363
Benzyna															
ON	139	144	189	163	165	165	149	146	149	147	148	147	147	148	148
COO	94	124	138	120	112	121	115	105	105	106	106	106	106	107	107

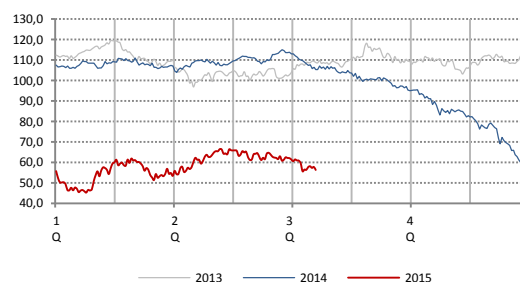
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *prognozy na bazie krzywej kontraktów forward ** od 4Q'14 obliczenia własne na podstawie notowań z Bloomberg (uwzględnia dyferencjał), ***cena z notowań NWE – Brent (1t = 7,57 bbl)

Lotos: modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Brent [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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 (71 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 (+0,4 mld PLN) wg kursu USD/PLN z dnia wyceny (3,76).
- 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 16 lipca 2015 roku.

Metoda DCF dała wartość segmentu downstream, skorygowanego o dług netto całej spółki, na poziomie 4,44 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 24,0 PLN.

Model DCF dla działalności rafineryjnej i handlu

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	23 596	24 923	25 742	27 430	28 066	28 155	27 409	28 235	28 401	28 448
EBIT [mln PLN]*	1 364,3	1 220,5	705,8	969,5	1 056,1	1 042,2	896,7	1 033,2	1 034,7	1 036,9
EBIT LIFO [mln PLN]*	1 355,3	1 077,8	655,2	941,7	1 060,2	1 034,9	899,2	1 034,1	1 035,3	1 037,5
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]	259,2	231,9	134,1	184,2	200,7	198,0	170,4	196,3	196,6	197,0
NOPLAT [mln PLN]*	1 105,1	988,6	571,7	785,3	855,4	844,2	726,3	836,9	838,1	839,9
Amortyzacja [mln PLN]	463,3	465,1	461,4	532,9	605,5	589,5	581,7	577,8	574,3	571,0
CAPEX [mln PLN]	-876,9	-1 200,0	-768,8	-350,8	-380,7	-479,6	-575,2	-574,8	-575,9	-574,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	576,0	167,1	118,2	-114,1	243,8	33,0	-161,3	47,3	131,0	-41,2
FCF [mln PLN]	1 267,5	420,8	382,6	853,3	1 324,0	987,1	571,5	887,3	967,5	795,4
DFCF [mln PLN]	1 224,8	377,1	317,3	653,5	934,2	640,4	340,3	484,2	482,9	362,6
Suma DFCF [mln PLN]	5 817,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	9 490,4		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	4 326,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	10 143,5									
Dług netto [mln PLN]**	5 702,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	4 440,8									
Ilość akcji [mln szt.]	184,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	24,0									

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

Przychody zmiana r/r	-16,2%	5,6%	3,3%	6,6%	2,3%	0,3%	-2,6%	3,0%	0,6%	0,2%
EBIT zmiana r/r	-	-10,5%	-42,2%	37,4%	8,9%	-1,3%	-14,0%	15,2%	0,1%	0,2%
FCF zmiana r/r	503,4%	-66,8%	-9,1%	123,1%	55,2%	-25,4%	-42,1%	55,3%	9,0%	-17,8%
Marża EBITDA	7,7%	6,8%	4,5%	5,5%	5,9%	5,8%	5,4%	5,7%	5,7%	5,7%
Marża EBIT	5,8%	4,9%	2,7%	3,5%	3,8%	3,7%	3,3%	3,7%	3,6%	3,6%
Marża NOPLAT	4,7%	4,0%	2,2%	2,9%	3,0%	3,0%	2,6%	3,0%	3,0%	3,0%
CAPEX / Przychody	3,7%	4,8%	3,0%	1,3%	1,4%	1,7%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%
CAPEX / Amortyzacja	189,3%	258,0%	166,6%	65,8%	62,9%	81,4%	98,9%	99,5%	100,3%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	-2,4%	-0,7%	-0,5%	0,4%	-0,9%	-0,1%	0,6%	-0,2%	-0,5%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,6%	-12,6%	-14,4%	6,8%	-38,3%	-37,0%	-21,6%	-5,7%	-79,1%	87,8%

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	64,1%	66,9%	71,2%	76,3%	81,0%	85,3%	88,9%	92,7%	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	35,9%	33,1%	28,8%	23,7%	19,0%	14,7%	11,1%	7,3%	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	23,7	26,2	29,2	33,0	38,1	44,9	54,8	70,4	98,4
	0,8	21,5	23,7	26,3	29,6	33,8	39,5	47,4	59,2	79,0
	0,9	19,5	21,4	23,7	26,5	30,1	34,8	41,3	50,6	65,1
	1,0	17,6	19,3	21,3	23,8	26,9	30,9	36,2	43,6	54,7
	1,1	15,9	17,4	19,2	21,3	24,0	27,4	31,8	37,9	46,6
	1,2	14,3	15,7	17,2	19,1	21,5	24,4	28,1	33,1	40,0
	1,3	12,8	14,0	15,5	17,1	19,2	21,7	24,8	29,0	34,7

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	1%	38,0	43,0	49,6	58,8	72,5	95,0	139,0	263,0	2866,2
	2%	30,6	34,1	38,6	44,6	52,8	65,0	84,9	122,7	223,7
	3%	24,6	27,2	30,5	34,6	39,9	47,4	58,3	75,8	108,5
	4%	19,9	21,8	24,2	27,1	30,8	35,7	42,4	52,1	67,6
	5%	15,9	17,4	19,2	21,3	24,0	27,4	31,8	37,9	46,6
	6%	12,6	13,7	15,1	16,8	18,7	21,2	24,2	28,3	33,7
	7%	9,7	10,6	11,7	13,0	14,5	16,3	18,5	21,3	25,0

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%	82,5	79,8	77,3	74,8	72,5	70,3	68,2	66,2	64,3
	2%	66,2	62,4	59,0	55,8	52,8	50,1	47,6	45,2	43,0
	3%	54,3	50,1	46,4	43,0	39,9	37,2	34,6	32,3	30,1
	4%	45,2	40,9	37,2	33,8	30,8	28,1	25,7	23,5	21,5
	5%	38,1	33,8	30,1	26,9	24,0	21,5	19,2	17,1	15,2
	6%	32,3	28,1	24,6	21,5	18,7	16,3	14,1	12,2	10,5
	7%	27,5	23,5	20,1	17,1	14,5	12,2	10,2	8,4	6,7

Źródło: BDM S.A.

WYCENA SEGMENTU WYDOBYWCZEGO (UPSTREAM)

Dokonaliśmy czterech wycen cząstkowych segmentu wydobywczego: Norwegia (złoża produkcyjne w ramach aktywa Heimdal, aktywo podatkowe), Litwa (Geonafra), 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 będzie ruszać stopniowo w 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 16 lipca 2015 roku.

Otrzymaliśmy wartość segmentu upstream na poziomie 1,75 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 9,5 PLN.

Segment wydobywczy – podsumowanie wyceny DCF

Podsumowanie	mln PLN	PLN/akcję
Norwegia Heimdal	160,7	0,9
Norwegia aktywo podatkowe – likwidacja Yme	495,6	2,7
Litwa	15,8	0,1
Polska	1 080,3	5,8
suma	1 752,4	9,5

Źródło: DM BDM S.A.

Model DCF (segment wydobywczy)

Norwegia	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P												
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	299,9	196,4	160,8	146,2	76,7												
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]	189,3	114,2	98,2	91,0	48,8												
EBIT [mln PLN]	-19,3	-6,0	5,5	8,2	5,1												
Podatek od EBIT[mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0												
NOPLAT [mln PLN]	-19,3	-6,0	5,5	8,2	5,1												
Amortyzacja [mln PLN]	208,6	120,2	92,6	82,8	43,6												
CAPEX [mln PLN]	-12,5	-12,7	-12,7	0,0	0,0												
FCF [mln PLN]	176,9	101,5	85,4	91,0	48,8												
DFCF [mln PLN]	169,6	88,8	68,3	66,5	32,5												
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%												
Suma DFCF [mln PLN]	425,8																
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	265,1																
Wartość złóż [mln PLN]	160,7																
Ilość akcji [mln szt.]	184,9																
Wartość na akcję [PLN]	0,9																
Litwa	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2027P					
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	110,0	127,9	135,4	138,1	138,9	139,8	139,8	139,8	140,6	140,6		111,0					
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]	22,1	35,5	41,9	45,4	47,5	48,9	48,9	48,9	49,5	49,5		39,3					
EBIT [mln PLN]	-22,8	-8,5	-1,7	2,3	4,8	6,6	7,1	7,5	8,6	9,1		4,0					
Podatek od EBIT[mln PLN]	-3,4	-1,3	-0,3	0,3	0,7	1,0	1,1	1,1	1,3	1,4		0,6					
NOPLAT [mln PLN]	-19,4	-7,2	-1,4	1,9	4,1	5,6	6,0	6,4	7,3	7,7		3,4					
Amortyzacja [mln PLN]	44,9	44,0	43,6	43,1	42,7	42,2	41,8	41,3	40,9	40,4		35,3					
CAPEX [mln PLN]	-33,7	-35,2	-37,0	-38,8	-40,5	-42,2	-41,8	-41,3	-40,9	-40,4		-35,3					
FCF [mln PLN]	-8,2	1,6	5,1	6,3	6,2	5,6	6,0	6,4	7,3	7,7		3,4					
DFCF [mln PLN]	-7,8	1,4	4,1	4,6	4,1	3,4	3,4	3,3	3,4	3,3		1,1					
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]	30,1																
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	14,3																
Wartość złóż [mln PLN]	15,8																
Ilość akcji [mln szt.]	184,9																
Wartość na akcję [PLN]	0,1																
Polska	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2031P					
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	277,4	529,0	851,1	834,9	807,8	781,4	751,5	722,8	699,1	672,6		334,7					
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]	17,0	23,1	30,6	29,4	28,2	27,1	26,1	25,0	24,0	23,1		8,6					
EBITDA [mln PLN]	89,2	230,2	535,4	526,6	507,5	485,9	457,9	431,1	409,1	384,3		181,3					
EBIT [mln PLN]	56,3	141,9	399,9	396,2	382,0	365,2	341,8	319,3	301,6	280,9		129,7					
Podatek od wydobycia węglowodorów [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	42,9	41,4	39,9	38,5	37,1		10,0					
Podatek od EBIT[mln PLN]	10,7	27,0	76,0	75,3	72,6	69,4	64,9	60,7	57,3	53,4		24,7					
NOPLAT [mln PLN]	45,6	114,9	323,9	320,9	309,4	252,9	235,5	218,8	205,8	190,4		95,1					
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]	-607,9	-176,6	-135,6	-97,8	-82,8	-79,7	-76,7	-73,7	-71,0	-68,3		-34,0					
FCF [mln PLN]	-529,4	26,6	323,9	353,5	352,1	293,9	275,0	256,8	242,3	225,5		112,6					
DFCF [mln PLN]	-507,6	23,3	259,0	258,2	234,8	179,0	153,0	130,4	112,4	95,5		25,3					
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]	1 263,9																
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	183,6																
Wartość złóż [mln PLN]	1 080,3																
Ilość akcji [mln szt.]	184,9																
Wartość na akcję [PLN]	5,8																
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	2,9										
Wydobycie ropy [mln bbl/rok]	0,00	0,00	1,83	1,83	1,83	1,83	1,07										
Brent [USD/bbl]	0,0	61,8	65,5	68,0	69,8	70,9	70,9										
Opex [USD/bbl]	0,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0										
EBITDA [mln USD]	0,0	0,0	64,8	69,4	72,6	74,7	43,9										
Teoretyczny podatek [mln USD]	0,0	0,0	50,5	54,1	56,6	58,2	34,2										
Podatek odzyskany z tarczy podatkowej [mln PLN]	0,0	0,0	193,7	203,7	209,1	212,8	125,1										
DFCF [mln PLN]	0,0	0,0	154,9	148,8	139,4	129,6	69,6										
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%										
Suma DFCF [mln PLN]	642,4																
I: Wartość aktywa podatkowego [mln PLN]	642,4																
II: mRezerwa na likwidację Yme [mln PLN]	146,8																
Ilość akcji [mln szt.]	184,9																
I-II: Wartość na akcję [PLN]	2,7																

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 5,1 mld PLN mln PLN, co odpowiada 27,7 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%.**

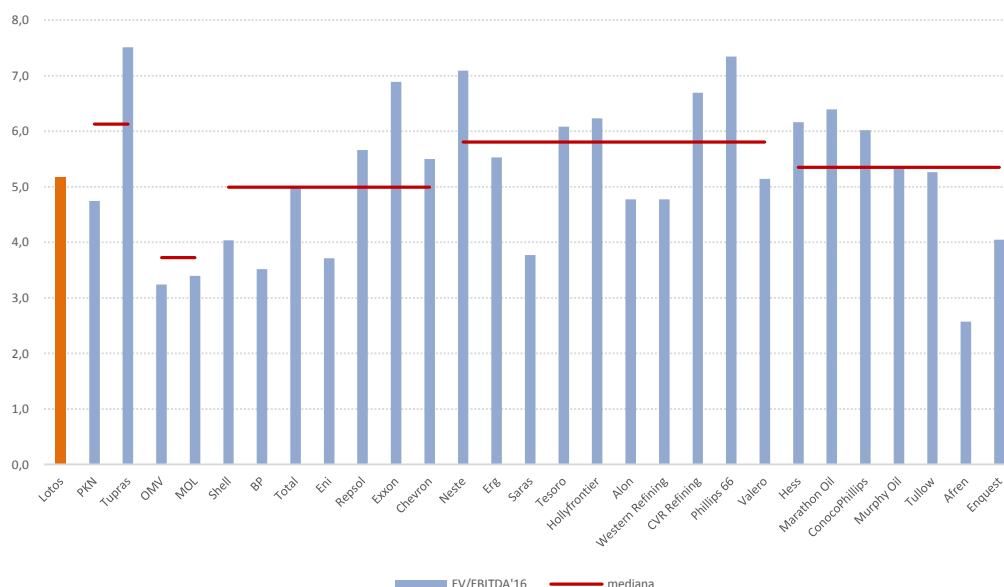
W ostatnich kilku latach (gdy cena ropy oscylowała w okolicy 100 USD/bbl) spółki o dużej kontrybucji upstream'u do wyniku operacyjnego były wyceniane wyraźnie niższe niż spółki oparte na downstreamie. Obecnie ta zależność uległa zatarciu przynajmniej na rynku globalnym (OMV i MOL pozostają wyceniane 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)	6,1	7,9	9,4	3,9	4,7	5,1
MOL (Węgry, D/U)	10,6	11,0	7,1	3,7	3,4	3,0
OMV (Austria, D/U)	12,6	10,5	8,2	3,8	3,2	2,7
Tupras-Turkiye (Turcja, D)	12,2	10,3	10,3	9,1	7,5	7,6
Mediana	11,4	10,4	8,8	3,8	4,1	4,0
Lotos (D/U)	10,6	6,8	7,4	5,0	5,2	5,4
Premia/dyskonto	-7,2%	-34,9%	-15,6%	31,9%	27,4%	33,4%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	32,8	46,7	36,0	16,1	18,0	16,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		38,5			17,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	27,7					

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

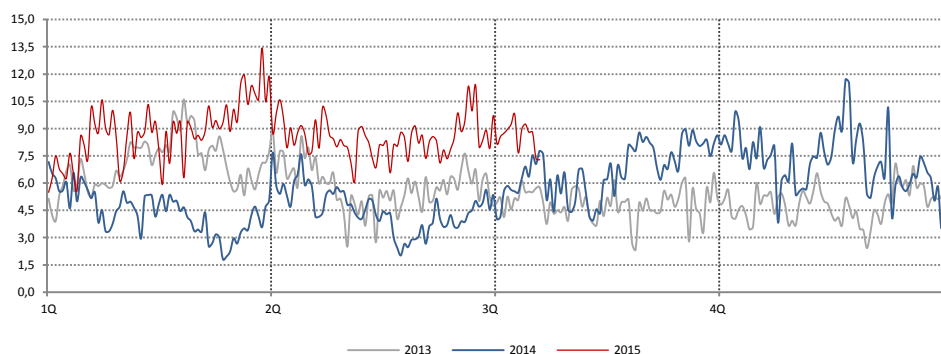
Porównanie wskaźnika EV/EBITDA'16 i mediana dla poszczególnych grup spółek



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

SYTUACJA NA RYNKU RAFINERYJNYM

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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Modelowa marża rafinerijna Lotosu (z dyferencjałem) w 2Q'15 wzrosła do 8,1 USD/bbl z 5,0 USD/bbl rok temu. Sam dyferencjał Ural/Brent wyniósł 1,5 USD/bbl (2,2 USD/bbl w 2Q'14). Cena ropy Brent wzrosła 54 USD/bbl w 1Q'15 do 62 USD/bbl w 2Q'15 (przy 110 USD/bbl w 2Q'14). W samym czerwcu modelowa marża rafinerijna wzrosła do 8,7 USD/bbl z 4,4 USD/bbl rok temu. Pierwsza połowa lipca przynosi według naszych kalkulacji z kwotowań Bloomberg ok. 8,5 USD/bbl (lipiec'14: 6,1 USD/bbl). Zwracamy uwagę na jednocześnie nadal sporo wyższy kurs USD/PLN r/r.

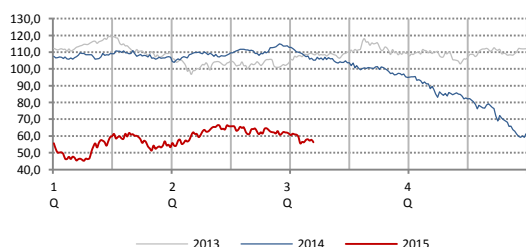
Marże na najważniejszych produktach (diesel, benzyna) utrzymują się w ostatnich tygodniach na poziomach wyższych r/r. Dodatkowo nadal korzystnie wygląda sytuacja na ciężkim oleju opałowym a koszty przerobu własnego obniża niska cena ropy. Na czerwcowym posiedzeniu OPEC nie zmieniono polityki podaży (walka o udział w rynku ze strony Arabii S.). W maju/czerwcu Brent utrzymywał się nieco powyżej 60 USD/bbl. Początek lipca przyniósł mocniejszą przecenę, którą można tłumaczyć porozumieniem na temat programu nuklearnego z Iranem, co przełożyłoby się na wzrost tamtejszego eksportu ropy (na rynku europejskim konkurencyjna do ropy rosyjskiej).

Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) w 2Q'15 wygląda nieco korzystniej niż w ubiegłym roku (4,3 USD/bbl vs 6,7 USD/bbl). Na przyzwoitym poziomie ok. 1-2 USD utrzymuje się kluczowy dla polskich spółek dyferencjał Brent – Ural.

Ceny gazu na rynkach europejskich po raz pierwszy od wielu kwartałów na początku 3Q'15 na razie są wyższe r/r (dotek kształtował się właśnie w ubiegłe wakacje w okolicach 6,0 USD/mmBTU).

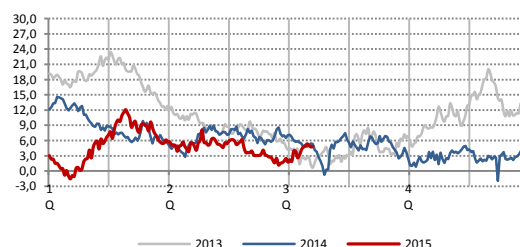
Po dobrym okresie przełomu roku (bardzo niskie ceny ropy) obecnie spadły marże biznesu detalicznego na rynku polskim (w większym zakresie przez wzrost kursu USD/PLN niż przez same ceny ropy). Dość korzystnie dla krajowych producentów wygląda natomiast sytuacja na rynku hurtowym.

Brent [USD/bbl] – r/r



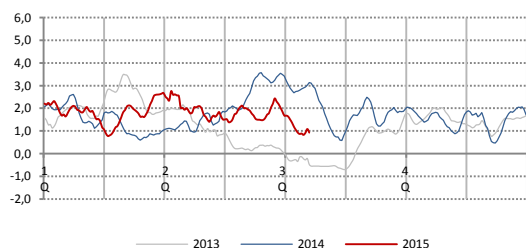
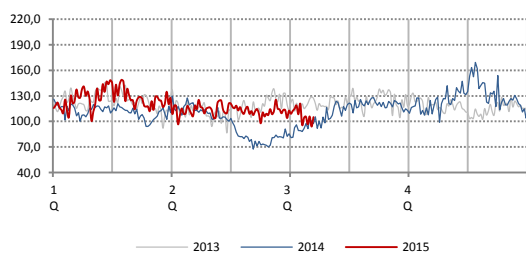
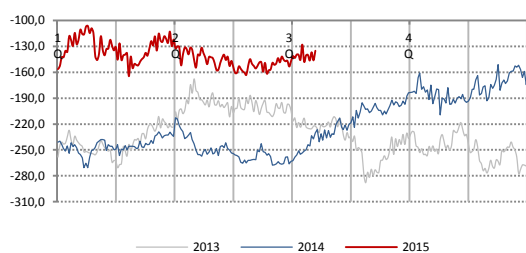
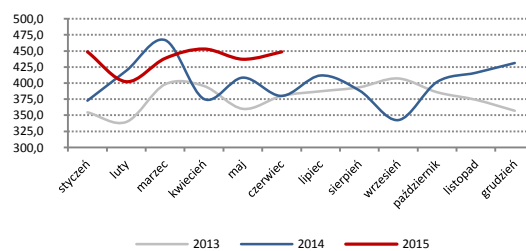
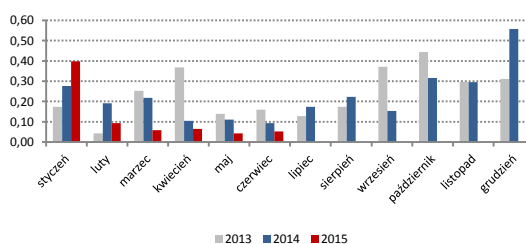
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r



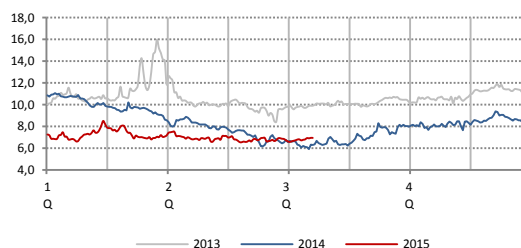
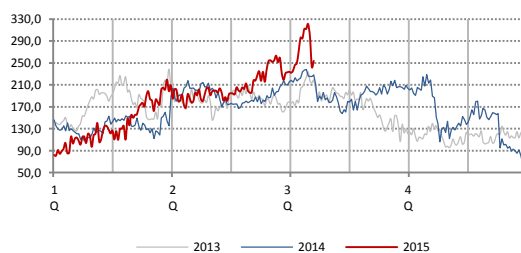
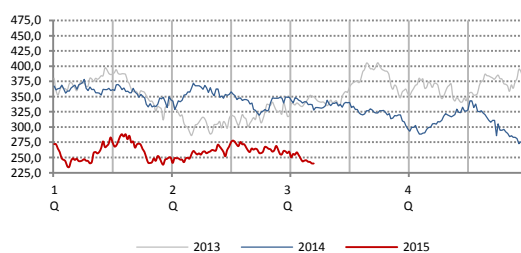
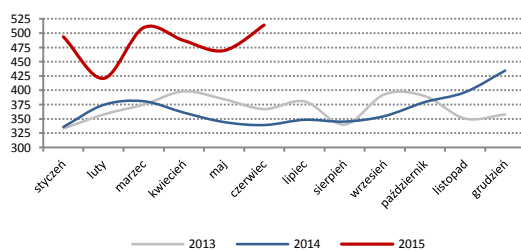
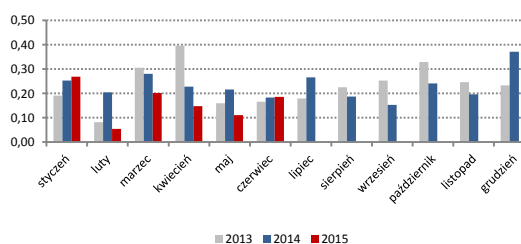
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

Źródło: BDM S.A., Neste Oil
Diesel marża [USD/t] r/rŹródło: BDM S.A., Bloomberg
COO marża [USD/t] r/rŹródło: BDM S.A., Bloomberg
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)

Cena gazu NBP UK [USD/mmBTU]

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

PROGNOZA 2Q'15 I KOLEJNE OKRESY

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'15	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	53,9	61,7	57,5	58,8
Ural CIF Rotterdam	110,5	101,9	110,0	107,8	106,8	107,5	100,2	75,1	52,1	60,2	57,0	57,8
Dyferencjał Brent - Ural	1,7	0,7	0,2	1,4	1,4	2,2	1,8	1,5	1,8	1,4	0,5	1,0
Modelowa marża rafinerijna*	7,4	6,0	4,3	5,5	5,0	5,0	7,0	7,3	9,4	8,1	7,5	7,4
USD/PLN średni	3,1	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	3,1	3,4	3,7	3,7	3,8	3,8
USD/PLN [eop]	3,3	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0	3,3	3,5	3,8	3,8	3,8	3,8
Przerób ropy [tys t]	2 282	1 557	2 398	2 466	2 267	2 379	2 417	2 482	2 379	2 632	2 458	2 525
Sprzedaż produktów [tys t]	2 291	1 996	2 513	2 553	2 436	2 448	2 576	2 643	2 438	2 735	2 583	2 619
Wydobycie ropy [tys t]	53,5	53,5	53,5	58,9	81,9	67,1	78,3	77,9	77,7	74,2	66,6	63,5
Sprzedaż ropy [tys t]	73,6	47,3	41,0	65,9	73,5	89,2	60,4	75,8	72,3	74,2	66,6	63,5
Wydobycie gazu [mln m3]	3,8	3,9	3,9	5,2	80,1	28,9	56,1	74,1	74,8	80,4	49,4	38,9
Sprzedaż gazu [mln m3]	2,6	3,1	2,9	2,9	78,3	28,0	54,2	72,6	80,4	78,6	47,6	37,1
Sieć stacji [szt]	405	407	416	439	426	430	432	441	445	453	461	470
Przychody	7 169	6 106	7 788	7 497	7 177	7 199	7 550	6 576	5 132	6 488	6 055	6 214
Wydobycie	187	124	110	165	259	240	198	209	186	200	155	145
Rafineria	5 873	4 692	6 192	6 025	5 679	5 649	5 885	5 070	3 824	4 932	4 485	4 736
Detal	1 304	1 419	1 603	1 480	1 369	1 509	1 595	1 401	1 205	1 459	1 515	1 441
Inne/korekty	-196	-129	-117	-173	-130	-199	-129	-105	-84	-103	-99	-107
EBIT	-26,1	-100,3	340,2	-47,2	17,3	-415,0	79,6	-1 074,9	267,7	544,0	294,8	305,8
Wydobycie	68,3	120,0	7,1	-21,4	57,6	-483,3	-46,9	-151,5	12,3	5,2	-9,5	-12,3
Rafineria	-28,2	-221,6	293,8	-6,0	-35,0	89,9	69,3	-916,6	196,9	525,4	280,8	312,8
efekt LIFO	-155,3	-86,3	-55,3	-79,7	-56,0	9,5	-52,3	-863,3	-15,0	57,5	-61,5	28,0
Rafineria LIFO	127,1	-135,3	349,1	73,7	21,0	80,4	121,6	-53,3	211,9	467,9	342,4	284,8
Rafineria LIFO ex/FX	159,3	-153,6	285,4	46,9	22,2	84,6	147,9	-19,9	255,2	392,7	347,6	284,6
Detal	-19,2	-3,1	5,5	-7,3	3,4	2,7	23,3	-11,5	6,2	13,3	23,5	5,4
Inne/korekty	-47,0	4,4	33,8	-12,5	-8,7	-24,3	33,9	4,7	52,3	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	-43,3	75,2	-5,2	0,2
EBIT LIFO	129,2	-14,0	395,5	32,5	73,3	-424,5	131,9	-211,6	282,7	486,5	356,4	277,8
EBIT LIFO ex/FX	161,4	-32,3	331,8	5,7	74,5	-420,3	158,2	-178,2	326,0	411,2	361,6	277,6
marża	2,3%	-0,5%	4,3%	0,1%	1,0%	-5,8%	2,1%	-2,7%	6,4%	6,3%	6,0%	4,5%
zdarzenia jednorazowe	163,6	86,6	102,8	-77,1	4,3	-558,3	-66,7	-329,5	60,2	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	265,8	411,2	361,6	277,6
marża	0,0%	-1,9%	2,9%	1,1%	1,0%	1,9%	3,0%	2,3%	5,2%	6,3%	6,0%	4,5%
Amortyzacja	166,8	158,9	154,7	162,0	214,3	172,6	203,9	218,1	177,8	200,5	188,1	184,6
EBITDA	140,7	58,6	494,9	114,8	231,6	-242,4	283,5	-856,8	445,5	744,5	482,9	490,4
EBITDA LIFO ex/FX adj***	164,6	40,0	383,7	244,8	284,5	310,6	428,8	369,4	443,6	611,7	549,7	462,1
marża	2,3%	0,7%	4,9%	3,3%	4,0%	4,3%	5,7%	5,6%	8,6%	9,4%	9,1%	7,4%
Wydobycie	108,0	83,8	42,0	82,8	156,6	124,9	105,7	117,8	75,1	89,5	62,1	55,4
Produkcja	108,0	-60,8	285,4	143,2	121,7	187,6	245,7	226,8	312,0	494,1	449,0	386,0
Detal	-6,3	10,6	20,6	19,2	17,6	17,0	39,8	20,1	20,7	28,1	38,5	20,7
Inne/korekty	-45,1	6,4	35,7	-0,4	-11,4	-18,9	37,6	4,7	35,8	0,0	0,0	0,0
Działalność finansowa	-194,7	-71,5	46,8	11,9	-38,1	-90,8	-175,1	-402,3	-377,0	6,3	-99,8	-59,9
Jednostki stowarzyszone	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,3	-0,1	1,5	-25,4	-0,7	0,0	0,0	0,7
Podatek	-73,0	-46,2	50,4	-32,6	11,3	-383,4	-59,0	-226,2	-8,6	140,9	57,3	160,0
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	-101,4	409,3	137,8	86,6
Dług netto**	6 367	6 116	5 732	5 716	5 996	6 019	6 101	5 287	5 995	5 769	5 811	5 303
Dług netto/EBITDA adj	3,4	4,5	5,7	6,9	6,3	4,9	4,8	3,8	3,9	3,1	2,9	2,6

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 (odpisy na zapasach, „tanie” warstwy ropy itp)

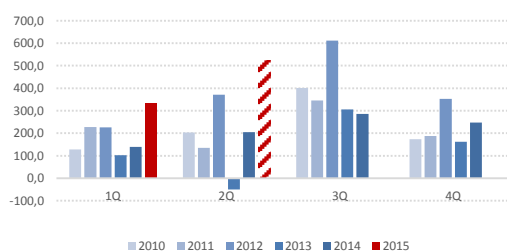
Prognozy wyników na 2Q'2015

	2Q'14	2Q'15P	zmiana r/r	1H'14	1H'15P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	7 199,3	6 487,7	-9,9%	14 376,3	11 619,2	-19,2%
EBITDA	-242,4	744,5	-	-10,8	1 190,0	-
EBITDA LIFO	-251,9	687,0	-	35,7	1 147,5	3109,9%
EBITDA LIFO skoryg.*	306,4	687,0	124,2%	589,7	1 129,8	91,6%
EBITDA LIFO skoryg. ex/FX**	310,6	611,7	97,0%	595,1	1 097,9	84,5%
EBIT	-415,0	544,0	-	-397,7	811,7	-
EBIT LIFO	-424,5	486,5	-	-351,2	769,2	-
EBIT LIFO skorg	133,8	486,5	263,7%	202,8	751,5	270,6%
EBIT LIFO skorg ex/FX	138,0	411,2	198,1%	208,2	719,6	245,7%
Zysk (strata) brutto	-506,0	550,2	-	-527,0	440,2	-
Zysk (strata) netto	-122,5	409,3	-	-154,9	308,0	-
Marża EBITDA	-3,4%	11,5%		-0,1%	10,2%	
Marża EBITDA LIFO	-3,5%	10,6%		0,2%	9,9%	
Marża EBITDA LIFO skoryg.	4,3%	10,6%		4,1%	9,7%	
Marża EBITDA LIFO skoryg. ex/FX	4,3%	9,4%		4,1%	9,4%	
Marża EBIT	-5,8%	8,4%		-2,8%	7,0%	
Marża zysku netto	-1,7%	6,3%		-1,1%	2,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * po oczyszczeniu o saldo pozostałej działalności operacyjnej,

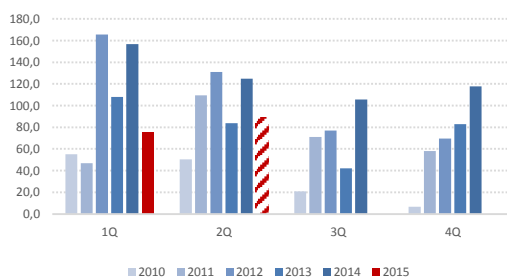
** + po oczyszczeniu o operacyjne różnice kursowe

Downstream EBITDA LIFO skorygowana* [mln PLN]



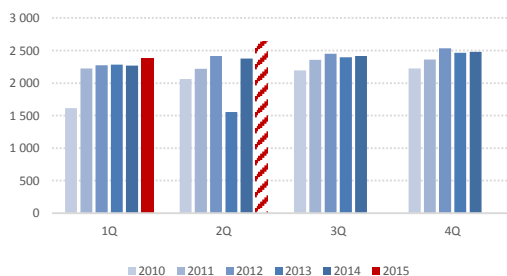
Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO, różnice kursowe oraz przeszacowania zapasów oraz rozpoznanie „tanich” warstw ropy ujęte w wyniku LIFO (170 mln PLN w 1Q'13, 103 mln PLN w 3Q'13)

Upstream EBITDA skorygowana* [mln PLN]



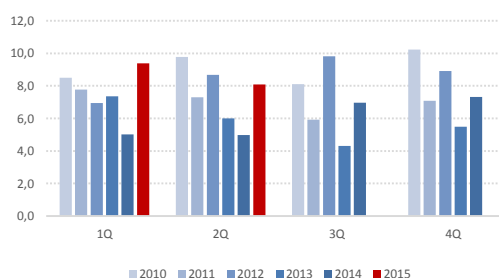
Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO

Przerób ropy kwartalnie [tys ton]



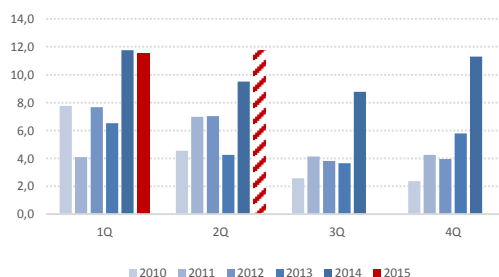
Źródło: BDM S.A., spółka

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

- **Spółka opublikuje raport za 2Q'15 11 sierpnia 2015.**
- Niskie ceny ropy sprzyjały nadal bardzo dobrym marżom w rafinerii. Słabsze odczyty (także gazu, ale w dużo mniejszej skali) wpływały negatywnie na wyniku wydobycia.
- Dodatkowy pozytywny efekt wnosi wyraźnie słabszy PLN wobec USD w porównaniu r/r.
- W detalu nasze szacunki wskazują, że marże w Polsce nadal spadały względem rewelacyjnego okresu 3/4Q'14 (brak efektu szybko taniejącego surowca, konieczność przeniesienia na rynek efektu USD/PLN). Relatywnie niskie ceny paliw powinny natomiast sprzyjać konsumpcji (także ograniczenie opłacalności szarej strefy).
- Generalnie powyższe czynniki powinny naszym zdaniem przełożyć się na wyraźny wzrost oczyszczonej (bez saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz operacyjnych różnic kursowych) EBITDA LIFO r/r. Zakładamy, że wyniesie ona 0,61 mld PLN (vs 0,31 mld PLN w 2Q'14). Wynik raportowany w 2Q'14 był obciążony przez odpisy na aktywach wydobywczych (Yme).
- W segmencie rafineryjnym spodziewamy się wypracowania 494 mln PLN EBITDA LIFO. Wynik raportowany EBITDA LIFO może być naszym zdaniem wzmocniony przez dodatnie operacyjne różnice kursowe na >70 mln PLN (zwracamy uwagę na spore wahania USD/PLN w ramach samego kwartału). W detalu oczekujemy nieco wyższego wyniku EBITDA r/r na poziomie ok. 28 mln PLN EBITDA (słabiej na marżach paliwowych, ale wzrost efektywności samej sieci stacji). W wydobyciu spodziewamy się blisko 90 mln PLN EBITDA LIFO (słabiej r/r, ale nie tak mocno jak wskazują na to ceny ropy, ze względu na cięcie kosztów oraz kontrybucję gazu z Norwegii).
- Wyniki raportowane, poza wspomnianymi wcześniej operacyjnymi różnicami kursowymi, powinny zostać wsparte przez dodatnią wycenę zapasów, estymujemy z tego tytułu ok. 55-60 mld PLN. Na saldzie finansowym spodziewamy się wyniku bliskiego zera -0,1 mld PLN (odsetki zrekompensowane przez różnice kursowe oraz wynik na hedgingu).
- W 1Q'15 spółka wypracowała 444 mln PLN oczyszczonej EBITDA LIFO (po skorygowaniu o 43 mln PLN dodatniego wyniku na odwróceniu odpisów zapasów). Po 1H'15 wg naszej prognozy spółka będzie miała ponad 1,0 mld PLN oczyszczonej EBITDA LIFO.
- Obecny konsensus Bloomberg na poziomie EBITDA'15 wynosi 1,8 mld PLN (2,0 mld PLN dla rekomendacji od początku czerwca). Nasza prognoza oczyszczonej EBITDA LIFO to 2,1 mld PLN (raportowana blisko 2,2 mld PLN)
- Wyniki spółki w 2H'15 nadal mają relatywnie niską bazę w rafinerii. Zwracamy także uwagę, że w wynikach może pojawić się testowe wydobycie z złoża B8 (nie uwzględniamy tego w prognozach).
- Należy sobie zdawać sprawę z cykliczności trendów makro w rafinerii – lata bardzo dobre przeplatane są słabymi. Głównym ryzykiem zewnętrznym są ceny ropy (ich ewentualny wzrost negatywnie odbije się na marżach przerobowych). Spółka posiada jednak relatywnie sporo większą ekspozycję na upstream niż Orlen (inna wrażliwość wyników na ceny ropy i gazu). Inwestorzy powinni być także świadomi, że ze względu na strukturę akcjonariatu i strategiczny status Lotos narażony jest na ryzyka polityczne.
- W prognozach 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 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 wydobycia z projektu Heimdal.

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2015 kons	2015 BDM	odchyl.	2016 kons	2016 BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	23 066	23 888	3,6%	24 434	25 120	2,8%
EBITDA	1 773	2 164	22,0%	1 882	2 066	9,7%
EBITDA LIFO	-	2 138	-	-	1 923	-
EBIT	999	1 412	41,4%	1 039	1 348	29,7%
Zysk netto	453	532	17,6%	647	830	28,4%
Dług netto	5 141	5 303	3,1%	5 240	5 088	-2,9%
Amortyzacja	774	752	-2,9%	843	718	-14,9%

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

Prognozy EBITDA wg ostatnich 10 raportów analitycznych [mld PLN]

Data rekomendacji	2015	2016
2015-07-13	1,87	1,96
2015-07-03	1,93	2,21
2015-07-02	2,06	1,99
2015-06-03	2,01	2,23
2015-05-14	2,02	1,80
2015-05-06	1,86	1,63
2015-05-04	1,45	1,57
2015-04-29	1,59	2,51
2015-04-17	1,70	1,71
2015-03-17	2,07	2,06

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

	2015P			2016P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	23 267	23 888	2,7%	25 218	25 120	-0,4%
EBITDA	2 067	2 164	4,7%	2 061	2 066	0,2%
EBITDA LIFO	1 823	2 155	18,2%	1 906	1 923	0,9%
EBITDA LIFO ex/FX skoryg.	1 870	2 111	12,9%	1 906	1 923	0,9%
EBIT	1 315	1 412	7,4%	1 342	1 348	0,4%
Zysk (strata) brutto	919	882	-4,0%	1 112	1 114	0,2%
Zysk (strata) netto	572	532	-6,9%	832	830	-0,2%
Marża EBITDA	8,9%	9,1%		8,2%	8,2%	
Marża EBIT	5,7%	5,9%		5,3%	5,4%	
Marża zysku netto	2,5%	2,2%		3,3%	3,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja 17.03.2015

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	58,0	61,8	65,5	68,0	69,8	70,9	70,9	70,9	71,3	71,3
Ural CIF Rotterdam	110,1	107,6	97,4	56,8	60,8	64,5	67,0	68,8	69,9	69,9	69,9	70,3	70,3
Dyferencjał Brent - Ural	1,3	1,0	1,7	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafinerijna*	8,6	5,8	6,1	8,1	6,7	5,6	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
USD/PLN średni	3,3	3,2	3,2	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
USD/PLN [eop]	3,1	3,0	3,5	3,8	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Przerób ropy [tys t]	9 674	8 703	9 544	9 993	9 927	9 227	9 987	9 963	9 945	9 216	9 958	9 962	9 967
Wykorzystanie mocy	93,3%	83,9%	90,9%	97,2%	96,4%	88,9%	96,2%	96,0%	95,8%	88,8%	96,0%	96,0%	96,0%
Produkcja: [tys t]													
Diesel/Jet/LOO	5 450	5 032	5 399	5 563	5 547	5 126	5 968	6 393	6 393	5 924	6 396	6 396	6 396
Benzyna	1 442	1 348	1 420	1 494	1 453	1 337	1 437	1 437	1 437	1 336	1 437	1 437	1 437
COO/Asfalty	1 963	1 712	1 921	2 110	2 079	1 915	1 251	428	428	398	428	428	428
Inne	1 539	1 405	1 641	1 677	1 688	1 639	1 871	1 967	1 967	1 815	1 967	1 967	1 967
Wydobycie ropy [tys t]	262,3	219,4	305,2	282,0	401,7	541,5	520,8	484,2	448,0	433,7	419,9	406,6	393,8
Wydobycie gazu [mln m3]	20,9	16,8	239,2	243,5	127,6	106,0	96,4	64,8	27,1	26,1	25,0	24,0	23,1
Sieć stacji [szt]	405	439	441	470	478	486	494	502	510	518	526	534	542
Przychody	33 111	28 559	28 502	23 888	25 120	25 902	27 576	28 143	28 155	27 409	28 235	28 401	28 448
Wydobycie	760	586	906	685	853	1 147	1 119	1 023	921	891	863	840	813
Rafineria	27 021	22 781	22 283	17 977	18 870	19 427	20 900	21 360	21 254	20 316	20 947	20 896	20 739
Detal	5 879	5 806	5 875	5 619	6 053	6 314	6 530	6 706	6 902	7 093	7 289	7 505	7 709
Inne/korekty	-549	-614	-562	-393	-657	-986	-973	-947	-921	-891	-863	-840	-813
EBIT	301,1	166,6	-1 393,0	1 412,3	1 347,8	1 109,5	1 376,2	1 448,0	1 414,0	1 245,6	1 360,1	1 345,0	1 326,9
Wydobycie	-680,2	174,0	-624,1	-4,3	127,4	403,7	406,7	391,9	371,8	348,9	326,9	310,3	290,0
Rafineria	989,3	38,0	-792,4	1 315,9	1 163,0	641,0	898,1	982,1	965,2	816,8	950,3	948,3	947,4
efekt LIFO	-54,9	-376,6	-962,1	9,0	142,6	50,6	27,8	-4,1	7,3	-2,5	-0,9	-0,6	-0,5
Rafineria LIFO	1 044,2	414,6	169,7	1 306,9	1 020,3	590,4	870,3	986,2	957,9	819,3	951,1	948,9	947,9
Rafineria LIFO ex/FX	1 075,4	338,0	234,8	1 280,0	1 020,3	590,4	870,3	986,2	957,9	819,3	951,1	948,9	947,9
Detal	-11,8	-24,1	17,9	48,4	57,5	64,8	71,4	74,0	77,0	79,9	82,9	86,4	89,6
Inne/korekty	3,8	-21,3	5,6	52,3	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	1 403,3	1 205,2	1 058,9	1 348,4	1 452,1	1 406,7	1 248,1	1 360,9	1 345,5	1 327,4
EBIT LIFO ex/FX	387,2	466,6	-365,8	1 376,4	1 205,2	1 058,9	1 348,4	1 452,1	1 406,7	1 248,1	1 360,9	1 345,5	1 327,4
marża	1,2%	1,6%	-1,3%	5,8%	4,8%	4,1%	4,9%	5,2%	5,0%	4,6%	4,8%	4,7%	4,7%
zdarzenia jednorazowe	-953,3	294,5	-950,2	60,2	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	1 316,2	1 205,2	1 058,9	1 348,4	1 452,1	1 406,7	1 248,1	1 360,9	1 345,5	1 327,4
marża	4,0%	0,6%	2,1%	5,5%	4,8%	4,1%	4,9%	5,2%	5,0%	4,6%	4,8%	4,7%	4,7%
Amortyzacja	657,5	642,5	808,9	751,9	717,7	733,2	789,3	817,3	752,4	739,6	730,9	722,7	714,8
EBITDA	958,6	809,1	-584,1	2 164,2	2 065,5	1 842,7	2 165,5	2 265,3	2 166,5	1 985,2	2 091,0	2 067,7	2 041,7
EBITDA LIFO ex/FX adj**	1 998,0	814,6	1 393,3	2 068,1	1 922,9	1 792,1	2 137,7	2 269,4	2 159,1	1 987,7	2 091,8	2 068,2	2 042,3
marża	6,0%	2,9%	4,9%	8,7%	7,7%	6,9%	7,8%	8,1%	7,7%	7,3%	7,4%	7,3%	7,2%
Wydobycie	443,3	316,6	505,0	282,1	379,9	675,5	663,1	603,7	534,7	506,8	479,9	458,6	433,8
Produkcja	1 523,0	475,8	781,8	1 641,2	1 423,5	988,9	1 339,2	1 526,7	1 481,3	1 333,8	1 460,8	1 454,0	1 448,6
Detal	39,0	44,1	94,5	108,0	119,4	127,8	135,4	139,0	143,1	147,1	151,1	155,6	159,8
Inne/korekty	-7,3	-21,9	12,0	36,8	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	-530,5	-234,1	-142,8	-87,3	-52,8	-56,5	-61,9	-41,9	-19,9	0,6
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	349,5	283,8	209,2	314,3	304,3	260,6	271,9	295,7	294,5	294,3
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	532,3	830,0	757,4	974,5	1 090,9	1 096,9	911,7	1 022,5	1 030,6	1 033,2
Dług netto	6 168	5 686	5 287	5 303	5 088	4 314	3 053	1 582	827	548	-82	-774	-1 285
Dług netto/EBITDA adj**	3,1	7,0	3,8	2,6	2,6	2,4	1,4	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,4	-0,6

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 (odwrócenie 43 mln PLN w 1Q'15)

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	12 455	13 092	13 252	12 894	12 551	12 400	12 354	12 313	12 278	12 246
Wartości niematerialne i prawne	543	705	600	580	560	541	521	502	483	464	446	427	409
Rzeczowe aktywa trwałe	9 645	10 009	9 486	10 285	11 012	11 252	10 970	10 676	10 544	10 517	10 494	10 478	10 464
Pozostałe aktywa trwałe	1 316	1 266	1 706	1 590	1 520	1 459	1 403	1 373	1 373	1 373	1 373	1 373	1 373
Aktywa obrotowe	8 501	8 304	7 155	6 888	6 863	6 776	7 377	7 691	7 504	7 091	7 017	6 840	6 727
Zapasy	5 963	5 729	3 917	3 614	3 654	3 486	3 793	3 562	3 539	3 541	3 651	3 524	3 566
Należności krótkoterminowe	1 716	1 668	1 466	1 229	1 298	1 436	1 428	1 461	1 466	1 535	1 470	1 479	1 481
Inwestycje krótkoterminowe	822	907	1 772	2 045	1 911	1 854	2 155	2 668	2 499	2 016	1 895	1 837	1 680
-środki pieniężne i ekwiwalenty	389	525	1 377	1 650	1 516	1 459	1 760	2 273	2 104	1 620	1 500	1 442	1 285
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	20 005	20 285	18 947	19 343	19 954	20 028	20 271	20 242	19 904	19 445	19 330	19 118	18 973
Kapitał (fundusz) własny	9 066	9 190	8 258	8 501	9 281	10 069	11 104	11 961	12 536	12 899	13 466	13 985	14 503
Zobowiązania i rezerwy na zob.	10 939	11 095	10 689	10 842	10 674	9 960	9 168	8 281	7 368	6 546	5 864	5 133	4 470
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	4 848	4 498	3 668	2 707	1 749	825	63	63	63	63
- w tym dług oprocentowany	4 462	4 496	4 496	4 785	4 436	3 605	2 645	1 686	763	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	5 518	5 250	5 092	4 955	5 137	5 253	5 422	5 494	5 504	5 445	4 763	4 032	3 369
- 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	19 343	19 954	20 028	20 271	20 242	19 904	19 445	19 330	19 118	18 973

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	23 888	25 120	25 902	27 576	28 143	28 155	27 409	28 235	28 401	28 448
Zysk (strata) na sprzedaży	1 262	145	-574	1 395	1 348	1 109	1 376	1 448	1 414	1 246	1 360	1 345	1 327
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1 036	8	-819	18	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	966	809	-584	2 164	2 066	1 843	2 165	2 265	2 166	1 985	2 091	2 068	2 042
EBITDA LIFO	1 021	1 186	378	2 155	1 923	1 792	2 138	2 269	2 159	1 988	2 092	2 068	2 042
EBIT	308	167	-1 393	1 412	1 348	1 109	1 376	1 448	1 414	1 246	1 360	1 345	1 327
EBIT LIFO	363	543	-431	1 403	1 205	1 059	1 348	1 452	1 407	1 248	1 361	1 346	1 327
Saldo działalności finansowej	54	-207	-706	-530	-234	-143	-87	-53	-57	-62	-42	-20	1
Zysk (strata) brutto	366	-59	-2 124	882	1 114	967	1 289	1 395	1 358	1 184	1 318	1 325	1 327
Zysk (strata) netto	928	39	-1 466	532	830	757	974	1 091	1 097	912	1 022	1 031	1 033

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	1 982	1 863	1 855	1 821	2 311	1 952	1 576	1 812	1 907	1 707
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-810	-931	-958	-1 531	-1 411	-942	-474	-487	-582	-678	-677	-676	-672
Przepływy z działalności finansowej	-883	-244	-597	-177	-586	-970	-1 046	-1 312	-1 539	-1 381	-1 255	-1 290	-1 193
Przepływy pieniężne netto	-363	241	-175	274	-135	-57	301	512	-169	-483	-120	-58	-157
Środki pieniężne na początek okresu*	148	-243	-3	1 377	1 650	1 516	1 459	1 760	2 273	2 104	1 620	1 500	1 442
Środki pieniężne na koniec okresu*	-243	-3	-167	1 650	1 516	1 459	1 760	2 273	2 104	1 620	1 500	1 442	1 285

*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%	-16,2%	5,2%	3,1%	6,5%	2,1%	0,0%	-2,6%	3,0%	0,6%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-4,6%	-10,8%	17,5%	4,6%	-4,4%	-8,4%	5,3%	-1,1%	-1,3%
EBIT zmiana r/r	-	-	-4,6%	-17,7%	24,0%	5,2%	-2,3%	-11,9%	9,2%	-1,1%	-1,3%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	55,9%	-8,7%	28,7%	11,9%	0,5%	-16,9%	12,1%	0,8%	0,3%
Marża EBITDA	-2,0%	9,1%	8,2%	7,1%	7,9%	8,0%	7,7%	7,2%	7,4%	7,3%	7,2%
Marża EBITDA LIFO	1,3%	9,0%	7,7%	6,9%	7,8%	8,1%	7,7%	7,3%	7,4%	7,3%	7,2%
Marża EBIT	-4,9%	5,9%	5,4%	4,3%	5,0%	5,1%	5,0%	4,5%	4,8%	4,7%	4,7%
Marża EBIT LIFO	-1,5%	5,9%	4,8%	4,1%	4,9%	5,2%	5,0%	4,6%	4,8%	4,7%	4,7%
Marża brutto	-7,5%	3,7%	4,4%	3,7%	4,7%	5,0%	4,8%	4,3%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża netto	-5,1%	2,2%	3,3%	2,9%	3,5%	3,9%	3,9%	3,3%	3,6%	3,6%	3,6%
ROE	-17,8%	6,3%	8,9%	7,5%	8,8%	9,1%	8,8%	7,1%	7,6%	7,4%	7,1%
ROA	-7,7%	2,8%	4,2%	3,8%	4,8%	5,4%	5,5%	4,7%	5,3%	5,4%	5,4%
Dług	6 664	6 953	6 604	5 773	4 813	3 854	2 931	2 168	1 418	668	0
D / (D+E)	35,2%	35,9%	33,1%	28,8%	23,7%	19,0%	14,7%	11,1%	7,3%	3,5%	0,0%
D / E	54,2%	56,1%	49,5%	40,5%	31,1%	23,5%	17,3%	12,5%	7,9%	3,6%	0,0%
Odsetki / EBIT	50,7%	-37,6%	-17,4%	-12,9%	-6,3%	-3,6%	-4,0%	-5,0%	-3,1%	-1,5%	0,0%
Dług / kapitał własny	80,7%	81,8%	71,2%	57,3%	43,3%	32,2%	23,4%	16,8%	10,5%	4,8%	0,0%
Dług netto	5 287	5 303	5 088	4 314	3 053	1 582	827	548	-82	-774	-1 285
Dług netto / kapitał własny	64,0%	62,4%	54,8%	42,8%	27,5%	13,2%	6,6%	4,2%	-0,6%	-5,5%	-8,9%
Dług netto / EBITDA	-9,1	2,5	2,5	2,3	1,4	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,4	-0,6
Dług netto / EBIT	-3,8	3,8	3,8	3,9	2,2	1,1	0,6	0,4	-0,1	-0,6	-1,0
EV	10 907	10 923	10 708	9 935	8 673	7 202	6 447	6 168	5 538	4 846	4 335
Dług / EV	61,1%	63,7%	61,7%	58,1%	55,5%	53,5%	45,5%	35,2%	25,6%	13,8%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,5%	6,4%	5,7%	3,7%	1,8%	1,8%	2,1%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	123,9%	203,6%	198,5%	130,1%	61,8%	61,7%	79,9%	93,8%	94,4%	95,2%	95,5%
Amortyzacja / Przychody	2,8%	3,1%	2,9%	2,8%	2,9%	2,9%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%	2,5%
Zmiana KO / Przychody	-3,6%	-2,4%	-0,1%	-0,3%	0,5%	-0,9%	-0,1%	0,6%	-0,2%	-0,5%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1799,3%	12,3%	-2,0%	-8,6%	8,5%	-43,8%	-204,3%	-21,3%	-5,8%	-79,4%	86,6%
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*	-3,8	10,6	6,8	7,4	5,8	5,2	5,1	6,2	5,5	5,5	5,4
P/BV*	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/CE*	-8,5	4,4	3,6	3,8	3,2	2,9	3,0	3,4	3,2	3,2	3,2
EV/EBITDA*	-18,7	5,0	5,2	5,4	4,0	3,2	3,0	3,1	2,6	2,3	2,1
EV/EBITDA LIFO*	28,9	5,1	5,6	5,5	4,1	3,2	3,0	3,1	2,6	2,3	2,1
EV/EBIT*	-7,8	7,7	7,9	9,0	6,3	5,0	4,6	5,0	4,1	3,6	3,3
EV/S*	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	44,7	46,0	50,2	54,5	60,1	64,7	67,8	69,8	72,8	75,6	78,4
EPS	-7,9	2,9	4,5	4,1	5,3	5,9	5,9	4,9	5,5	5,6	5,6
CEPS	-3,6	6,9	8,4	8,1	9,5	10,3	10,0	8,9	9,5	9,5	9,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	3,0	3,0	2,5	2,8	2,8
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 30,4 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, handel

Marek Jurzec

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
akumuluj	33,5	akumuluj	30,4	16.07.2015	30,4	53 400
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 3Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	4	67%
Trzymaj	1	17%
Redukuj	1	17%
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 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 16.07.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.07.2015 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.

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 16.07.2015 roku:

- BDM nie 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. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.