



Dom Maklerski BDM S.A.

LOTOS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 27,1 PLN

15 LUTY 2016

Kurs Lotosu spadł z okolic 33 PLN w okresie wakacyjnym do nieco ponad 24 PLN obecnie (roczne minima). Poza słabym sentymentem do całego rynku akcji w Polsce, do pogorszenia się notowań przyczyniły się m.in. słabe marże na dieslu oraz spadek cen ropy (wpływ na wycenę segmentu wydobywczego). Wysoki kurs USD względem PLN z jednej strony zwiększa poziom zadłużenia, ale z drugiej przekłada się na wyższą EBITDA. Spółka powinna jednak naszym zdaniem pokazać całkiem dobre oczyszczone wyniki za 4Q'15 (raportowane będą obciążone przez duży odpis na zapasach, nie można też wykluczać odpisu w upstreamie). Sfinalizowane pod koniec grudnia przejęcie kolejnych aktywów w Norwegii pozwoli w najbliższych latach na zutilizowanie tarczy podatkowej z inwestycji w Yme. Konsensus rynkowy na 2016 rok jest dość rozchwiany, opublikowane w styczniu i lutym prognozy EBITDA'16 wynoszą 1,3-2,1 mld PLN. Uważamy, że ostatnia przecena akcji dyskontuje pogorszenie EBITDA w 2016 w kierunku dolnych widełek, co może być jednak zbyt pesymistycznym scenariuszem (zakładamy 1,7 mld PLN EBITDA LIFO). Uwzględniając w modelu zaktualizowane założenia dotyczące podstawowych zmiennych (cena ropy, USD/PLN, marże przerobowe) obniżamy wycenę do 27,1 PLN, utrzymując zalecenie Akumuluj (spadek wyceny w stosunku do poprzedniej rekomendacji wynika przede wszystkim ze znacznej utraty wartości przez segment wydobywczy przy aktualnej krzywej forward cen ropy).

Zwracamy uwagę, że porównywanie wskaźników EV/EBITDA czy P/E w 2016 roku z grupą porównawczą może nie być miarodajne ze względu na duży CAPEX związany z DCU (kontrybucja do EBITDA dopiero w 2H'18) oraz wysoki księgowy podatek (wyksięgowanie tarczy podatkowej z Norwegii).

W naszej ocenie spółka jest w mniejszym zakresie narażona na potencjalne negatywne zmiany strategiczne niż Orlen czy PGNiG ze względu na m.in. wysokie zadłużenie a tym samym ograniczone pole do podejmowania nowych inicjatyw inwestycyjnych. Według pierwotnych założeń aktualizacja strategii miała pojawić się jesienią 2015, jednak zmiany na scenie politycznej opóźniły proces publikacji dokumentu (zakładamy, że pojawi się w tym roku). W spółce jako jednej z niewielu z udziałem MSP nie doszło do zmian w zarządzie. Pojawiły się z to spekulacje o możliwej konsolidacji w branży paliwowej. Temat powraca kolejny raz, jednak bez większych szczegółów – naszym zdaniem głównym katalizatorem do takiego działania mogłaby być chęć zbycia przez Skarb Państwa swojego udziału do innego państwowego podmiotu w zamian za gotówkę.

Mimo spadku cen ropy spółce udaje się utrzymywać się dobre wyniki w upstreamie (spadek kosztów w przeliczeniu na bbl; w 2016 roku ubytek wydobywania z Heimdala zostanie z nawiązką zrekomensowany przez niskokosztowe pokłady B8 oraz Sleipner). Zakładamy, że w 2016 roku łączna produkcja węglowodorów wzrośnie ponad dwukrotnie do 9,2 mln boe (z tego 4,9 mln boe produkcja ropy). W modelu przyjmujemy średnioroczną cenę Brent na poziomie 34 USD/bbl. Zmiana o 10 USD/bbl oznacza zmianę EBITDA upstreamu o 193 mln PLN w 2016 roku (na samej ropy). Natomiast w downstreamie z jednej strony kłopotliwy jest wyraźny spadek marży na średnich destylatach (wysoka podaż diesla, słaby popyt w Chinach), z drugiej jednak sprzyja szeroki dyferencjał Urals/Brent oraz spadek cen gazu (roczne zużycie na poziomie 0,5 mld m3). Zwracamy przy tym uwagę, że do kalkulacji marży modelowej spółka przyjmuje stałą cenę gazu na poziomie ok 3 USD/bbl od 2H'13, gdy średnia cena taryfowa wynosiła ok 400 USD/1000m3, a obecnie jest to 240 USD/1000m3 a na TGE nawet kolejne 25% niżej. Daje to ok. 1,5 USD/bbl marży więcej niż w ujęciu modelowym prezentowanym przez spółkę (raportowana marża w styczniu'16 spadła do 5,6 USD/bbl z 8,8 USD/bbl rok temu).

	2013	2014	2015P	2016P	2017P**	2018P
Przychody [mln PLN]	28 559	28 502	22 685	17 883	19 858	22 004
EBITDA raportowana [mln PLN]	809	-584	1 229	1 867	1 737	2 002
EBITDA LIFO [mln PLN]	1 186	378	1 527	1 738	1 620	1 935
EBITDA LIFO skoryg.* [mln PLN]	833	1 393	2 056	1 739	1 620	1 935
EBIT raportowany [mln PLN]	167	-1 393	511	968	969	1 249
Zysk netto raportowany [mln PLN]	39	-1 466	-211	338	508	820
Dług netto [mln PLN]	5 686	5 287	5 636	5 685	5 272	4 165
P/BV	0,3	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
P/E	79,7	-	-	13,2	8,8	5,5
EV/EBITDA	10,9	-	8,2	5,4	5,6	4,3
EV/EBITDA LIFO	7,4	25,8	6,6	5,8	6,0	4,5
EV/EBITDA LIFO skoryg.*	10,6	7,0	4,9	5,8	6,0	4,5
EV/EBIT	53,0	-	19,8	10,5	10,1	6,9

*wynik skorygowany o saldo z pozostałej działalności operacyjnej, różnice kursowe oraz raportowane przez spółkę inne zdarzenia (odpisy na zapasach wg MSR2, rozpoznanie tańszych warstw ropy itp.), **postój remontowy (co 4 lata)

Wycena SOTP [PLN]	27,1
Wycena porównawcza [PLN]	18,9
Wycena końcowa [PLN]	27,1
Potencjał do wzrostu / spadku	12,0%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	24,2
Kapitalizacja [mln PLN]	4 473,9
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	-20,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-1,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-3,0%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	53,2%
ING OFE	5,7%
PZU OFE	5,0%
Pozostali	36,1%

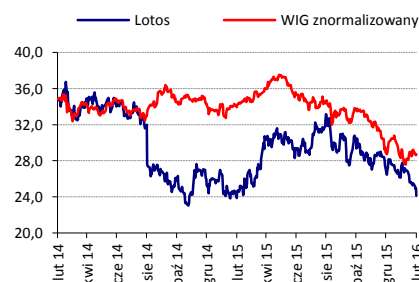
Krzysztof Pado

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 MAKROEKONOMICZNA NA RYNKU ROPY	10
PROGNOZA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY	15
DANE FINANSOWE	20

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 2016-2025 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 3,1 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 27,1 PLN. Dla celów porównawczych dokonaliśmy także wyceny za pomocą mnożników rynkowych do innych spółek z branży paliwowej z regionu. Jednak m.in. ze względu na brak porównywalności między tymi spółkami a Lotosem (m.in. różnie rozłożony ciężar działalności pomiędzy downstream/upstream/petrochemię, prowadzona inwestycja w instalację DCU, która wygeneruje EBITDA od 2H'18) przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena SOTP	100%	27,1
- Rafineria i detal		24,0
- Upstream		3,1
Wycena metodą porównawczą	0%	18,9
Wycena 1 akcji Lotosu [PLN]		27,1

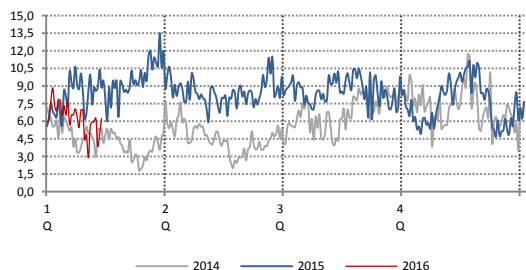
Źródło: BDM S.A.

Prognoza podstawowych danych

Podstawowe dane:	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Brent [usd/bbl]*	111,3	111,6	108,6	99,1	52,4	36,1	42,3	45,6	48,0	50,0	51,2	52,0	52,2	52,2	52,2
Ural [usd/bbl]	109,1	110,1	107,6	97,4	50,6	34,3	41,3	44,6	47,0	49,0	50,2	51,0	51,2	51,2	51,2
Dyferencjał [usd/bbl]	1,7	1,3	1,0	1,7	1,8	1,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Marża modelowa [USD/bbl]**	b.d.	8,6	5,8	6,1	7,8	5,5	6,1	5,9	5,9	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,7
Gaz NBP UK [usd/mmBTU]*	9,0	9,5	10,6	8,2	6,5	4,1	4,6	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
USD/PLN (średni)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,96	3,94	3,89	3,82	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79
USD/PLN (eop)	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	3,95	3,94	3,89	3,82	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79
Cena produktów [USD/t]:															
Benzyna	985	1 037	987	915	570	401	438	468	489	506	517	524	526	526	526
ON	964	985	943	862	506	350	419	445	463	478	488	494	495	495	495
COO	610	631	592	528	257	146	180	200	214	226	234	239	240	240	240
Marża na produktach [USD/t]***:															
Benzyna	144	189	163	165	173	128	118	122	125	128	129	130	130	130	130
ON	124	138	120	112	110	77	99	99	99	100	100	100	100	100	100
COO	-231	-217	-232	-222	-140	-128	-140	-146	-149	-152	-154	-155	-155	-155	-155

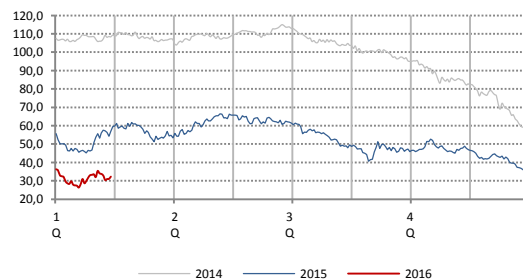
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *prognozy na bazie krzywej kontraktów forward ** od 1Q'16 obliczenia własne na podstawie notowań z Bloomberg (uwzględnia dyferencjał oraz ceny gazu wg taryfy PGNiG – spółka przyjmuje w swoich kalkulacjach stałą wartość 3 USD/bbl), ***cena z notowań NWE – Brent (1t = 7,57 bbl)

Lotos: modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]*



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *uwzględnia ceny gazu wg taryfy PGNiG

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 spadek oczyszczonego wyniku EBITDA LIFO w 2016 vs 2015 ma swoje źródło głównie w przyjęciu spadku marży rafineryjnej. W 2017 roku zakładamy generalny przestój remontowy (wypada co 4 lata).
- 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 2025 roku.
- 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).
- Prognoza dług netto dotyczy całej spółki na koniec 2015 roku (5,6 mld PLN).
- Wycena uwzględnia odkup 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 zostały przerzucone na odbiorców.
- Efektywną stopa podatkowa dla segmentu downstream 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 15 lutego 2016 roku.

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

Model DCF dla działalności rafineryjnej i handlu

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	17 193	19 373	21 706	22 776	23 226	22 767	23 965	24 061	24 105	24 151
EBIT [mln PLN]*	995,8	822,8	1 076,0	1 214,3	1 175,0	994,0	1 131,3	1 115,9	1 114,8	1 109,6
EBIT LIFO [mln PLN]*	866,7	705,4	1 009,2	1 181,9	1 141,3	968,3	1 119,5	1 116,6	1 115,6	1 110,3
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]	189,2	156,3	204,4	230,7	223,3	188,9	215,0	212,0	211,8	210,8
NOPLAT [mln PLN]*	806,6	666,5	871,5	983,6	951,8	805,1	916,4	903,9	903,0	898,7
Amortyzacja [mln PLN]	446,1	430,8	504,0	601,4	584,2	575,9	572,3	568,9	565,7	566,8
CAPEX [mln PLN]	-1 273,6	-768,6	-336,6	-355,4	-453,6	-571,3	-569,6	-570,1	-569,4	-568,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	458,4	-79,9	-127,6	81,1	-16,1	-264,3	132,6	65,8	-38,1	0,5
FCF [mln PLN]	437,6	248,8	911,4	1 310,6	1 066,2	545,4	1 051,7	968,4	861,2	897,2
DFCF [mln PLN]	410,2	216,3	733,2	973,5	730,0	343,6	608,4	513,6	417,9	397,6
Suma DFCF [mln PLN]	5 344,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	10 671,3			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	4 728,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	10 072,9									
Dług netto [mln PLN]**	5 635,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	4 437,2									
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

Przychody zmiana r/r	-22,9%	12,7%	12,0%	4,9%	2,0%	-2,0%	5,3%	0,4%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	154,8%	-17,4%	30,8%	12,9%	-3,2%	-15,4%	13,8%	-1,4%	-0,1%	-0,5%
FCF zmiana r/r	-3,8%	-43,1%	266,3%	43,8%	-18,6%	-48,8%	92,8%	-7,9%	-11,1%	4,2%
Marża EBITDA	8,4%	6,5%	7,3%	8,0%	7,6%	6,9%	7,1%	7,0%	7,0%	6,9%
Marża EBIT	5,8%	4,2%	5,0%	5,3%	5,1%	4,4%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża NOPLAT	4,7%	3,4%	4,0%	4,3%	4,1%	3,5%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%
CAPEX / Przychody	7,4%	4,0%	1,6%	1,6%	2,0%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	285,5%	178,4%	66,8%	59,1%	77,7%	99,2%	99,5%	100,2%	100,7%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	-2,7%	0,4%	0,6%	-0,4%	0,1%	1,2%	-0,6%	-0,3%	0,2%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	9,0%	3,7%	5,5%	-7,6%	3,6%	-57,5%	-11,1%	-68,4%	86,3%	-1,1%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	62,8%	66,8%	71,6%	76,3%	80,0%	83,7%	88,0%	91,8%	95,8%	100,2%
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	37,2%	33,2%	28,4%	23,7%	20,0%	16,3%	12,0%	8,2%	4,2%	-0,2%
WACC	7,6%	7,8%	8,1%	8,3%	8,5%	8,7%	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	23,8	26,5	29,8	34,0	39,5	47,0	57,9	74,9	105,6
	0,8	21,3	23,7	26,6	30,2	34,8	41,0	49,7	62,7	84,3
	0,9	19,1	21,2	23,7	26,8	30,7	35,9	42,9	53,1	69,0
	1,0	17,0	18,9	21,1	23,8	27,2	31,5	37,3	45,4	57,5
	1,1	15,1	16,8	18,7	21,1	24,0	27,7	32,5	39,1	48,6
	1,2	13,4	14,8	16,6	18,6	21,2	24,3	28,4	33,8	41,4
	1,3	11,8	13,1	14,6	16,4	18,6	21,4	24,8	29,4	35,5

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%	39,7	45,2	52,5	62,6	77,8	102,6	151,1	287,7	3118,3
	2%	31,4	35,3	40,2	46,8	55,9	69,3	91,1	132,7	243,4
	3%	24,8	27,7	31,2	35,7	41,6	49,8	61,7	80,9	116,7
	4%	19,5	21,7	24,2	27,4	31,5	36,9	44,2	54,8	71,7
	5%	15,1	16,8	18,7	21,1	24,0	27,7	32,5	39,1	48,6
	6%	11,5	12,7	14,2	16,0	18,2	20,8	24,2	28,5	34,5
	7%	8,3	9,3	10,5	11,9	13,5	15,5	17,9	20,9	24,9

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

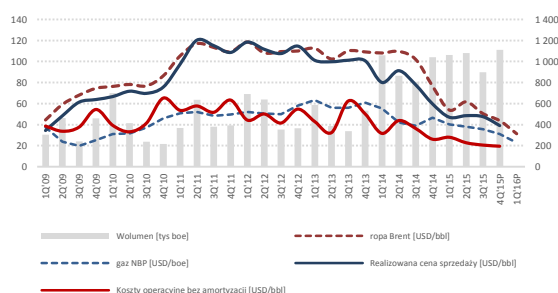
		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	1%	88,9	85,9	83,1	80,3	77,8	75,3	73,0	70,7	68,6
	2%	70,7	66,5	62,7	59,2	55,9	52,9	50,1	47,4	45,0
	3%	57,5	52,9	48,7	45,0	41,6	38,5	35,7	33,1	30,7
	4%	47,4	42,7	38,5	34,8	31,5	28,5	25,9	23,4	21,2
	5%	39,5	34,8	30,7	27,2	24,0	21,2	18,6	16,4	14,3
	6%	33,1	28,5	24,6	21,2	18,2	15,5	13,1	11,0	9,1
	7%	27,8	23,4	19,6	16,4	13,5	11,0	8,8	6,8	5,0

Źródło: BDM S.A.

WYCENA SEGMENTU WYDOBYWCZEGO (UPSTREAM)

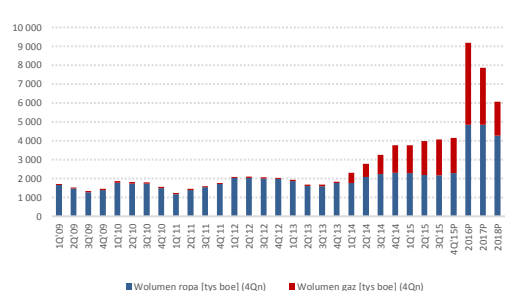
Dokonaliśmy czterech wycen cząstkowych segmentu wydobywczego: Norwegia (złoża produkcyjne w ramach aktywów Heimdal oraz Sleipner z uwzględnieniem rozliczenia aktywa podatkowego), Litwa (Geonaftha), Polska (szelf Morza Bałtyckiego: złoża B3, B8). Ze względu na zbyt wiele niewiadomych w modelu nie uwzględniamy obecnie projektów B4/B6 oraz Alfa Central. Dla kalkulacji kosztu kapitału przyjęto takie same założenia jak w segmencie downstream, przy czym teoretyczny udział kapitału własnego ustalono na 100% (uważamy, że nawet jeśli projekty w części finansowane są długiem to jego koszt jest wyższe niż w przypadku działalności rafineryjnej). Ceny ropy/gazu przyjęto na takich samych poziomach jak w przypadku segmentu downstream.

Realizowana cena sprzedaży a koszty w segmencie upstream Lotosu [USD/bbl]



Źródło: Spółka, BDM S.A., Bloomberg

Sprzedaż węglowodorów w skali roku [tys boe] – narastająco 4Q



Źródło: Spółka, BDM S.A. (prognoza)

Główne założenia modelu:

- W wycenie ujęto zasoby 2P (pewne i prawdopodobne) dla Norwegii, Litwy i złóż B3/B8.
- 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 wydobyć do wyczerpania obecnych zasobów 2P ze wszystkich złóż. Wycena uwzględnia zdyskontowaną wartość rezerw na likwidację według wartości bilansowych (także dla złoża Yme, na kwotę 146,8 mln PLN, co ujęliśmy przy wycenie aktywów norweskich).
- 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 norweskich projektów Heimdal oraz Sleipner uwzględniono rozliczenie aktywa podatkowego, co implikuje zerową stawkę podatku do 2020 roku.
- 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 czy aktywów poszukiwawczych.
- Do obliczeń przyjęliśmy 184,9 mln akcji.
- Końcowa wartość przypadająca na jedną akcję jest wyceną na dzień 15 lutego 2016 roku.

Otrzymaliśmy wartość segmentu upstream na poziomie 0,57 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 3,1 PLN.

Segment wydobywczy – podsumowanie wyceny DCF

Podsumowanie	mln PLN	PLN/akcję
Norwegia	64,9	0,4
Litwa	30,5	0,2
Polska	477,3	2,6
suma	572,7	3,1

Źródło: DM BDM S.A.

Model DCF (segment wydobywczy)

Norwegia	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P					
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	690,1	484,4	297,8	285,4	167,1	96,4	47,8					
Wydobycie ropy [mln bbl]	2,1	1,2	0,7	0,7	0,4	0,2	0,1					
Wydobycie gazu [mln t]	670,4	454,7	261,0	239,6	142,2	81,2	40,0					
EBITDA [mln PLN]	323,1	230,1	145,2	140,8	80,0	45,4	22,3					
EBIT [mln PLN]	1,6	63,5	61,6	75,2	41,6	23,5	11,5					
Podatek od EBIT[mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	35,4	17,4					
NOPLAT [mln PLN]	1,6	63,5	61,6	75,2	41,6	-11,9	-5,9					
Amortyzacja [mln PLN]	321,5	166,6	83,6	65,6	38,3	21,9	10,8					
CAPEX [mln PLN]	-69,6	-54,0	-25,6	-25,1	-14,5	-8,3	-4,1					
FCF [mln PLN]	253,5	176,1	119,6	115,7	65,5	1,7	0,8					
DFCF [mln PLN]	234,0	148,5	92,1	81,4	42,0	1,0	0,4					
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%					
Suma DFCF [mln PLN]	599,5											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	534,6											
Wartość złóż [mln PLN]	64,9											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	0,4											
Litwa	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	68,4	79,6	84,9	87,8	90,6	92,9	94,3	94,7	94,7		94,7	48,6
Wydobycie ropy [mln bbl]	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		0,5	0,2
EBITDA [mln PLN]	5,8	11,6	14,6	16,5	18,1	19,2	20,0	20,1	20,1		20,4	10,5
EBIT [mln PLN]	-33,3	-27,1	-23,7	-21,4	-19,4	-17,8	-16,7	-16,1	-15,7		-19,3	-9,9
Podatek od EBIT[mln PLN]	-5,0	-4,1	-3,6	-3,2	-2,9	-2,7	-2,5	-2,4	-2,4		-22,2	-21,3
NOPLAT [mln PLN]	-28,3	-23,0	-20,1	-18,2	-16,5	-15,1	-14,2	-13,7	-13,4		2,9	11,4
Amortyzacja [mln PLN]	39,0	38,7	38,3	37,9	37,5	37,1	36,7	36,3	35,9		39,7	20,4
CAPEX [mln PLN]	-15,6	-15,5	-15,3	-15,1	-15,0	-14,8	-14,7	-14,5	-14,3		-15,9	-8,2
FCF [mln PLN]	-4,9	0,2	2,8	4,5	6,0	7,1	7,8	8,1	8,2		26,7	23,6
DFCF [mln PLN]	-4,5	0,1	2,2	3,2	3,9	4,2	4,2	3,9	3,6		8,3	6,7
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]	44,8											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	14,3											
Wartość złóż [mln PLN]	30,5											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	0,2											
Polska	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	...	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	331,8	549,8	564,3	561,1	556,8	549,3	537,0	518,7	499,4	480,9		149,3
Wydobycie ropy/kondensatu [mln bbl]	2,2	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4		0,7
Wydobycie gazu [mln m3]	23,7	30,1	28,9	27,7	26,6	25,6	24,6	23,6	22,7	21,8		5,5
EBITDA [mln PLN]	96,2	242,1	262,1	266,1	266,2	263,4	255,6	241,7	226,7	212,2		44,9
EBIT [mln PLN]	3,8	110,0	134,9	143,6	148,4	149,9	146,4	136,5	125,4	114,7		14,6
Podatek od wydobycia węglowodorów [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	23,4	23,6	23,2	22,6	22,0	21,4		4,5
Podatek od EBIT[mln PLN]	0,7	20,9	25,6	27,3	28,2	28,5	27,8	25,9	23,8	21,8		2,8
NOPLAT [mln PLN]	3,1	89,1	109,3	116,3	96,8	97,9	95,4	88,0	79,6	71,5		7,4
Amortyzacja [mln PLN]	92,4	132,1	127,2	122,4	117,9	113,5	109,2	105,2	101,3	97,5		30,3
CAPEX [mln PLN]	-281,1	-132,1	-95,4	-80,8	-77,8	-74,9	-72,1	-69,4	-66,8	-64,4		-20,0
FCF [mln PLN]	-185,6	89,1	141,1	158,0	136,9	136,5	132,6	123,8	114,0	104,7		17,6
DFCF [mln PLN]	-171,4	75,1	108,6	111,1	87,9	80,0	71,0	60,5	50,9	42,7		4,2
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]	660,8											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	183,6											
Wartość złóż [mln PLN]	477,3											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	2,6											

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2016-2018 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE. Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla każdego roku przyjąłmy wagę równą 33%. Porównując wyniki Lotosu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3,5 mld PLN mln PLN, co odpowiada 18,9 PLN na jedną akcję.

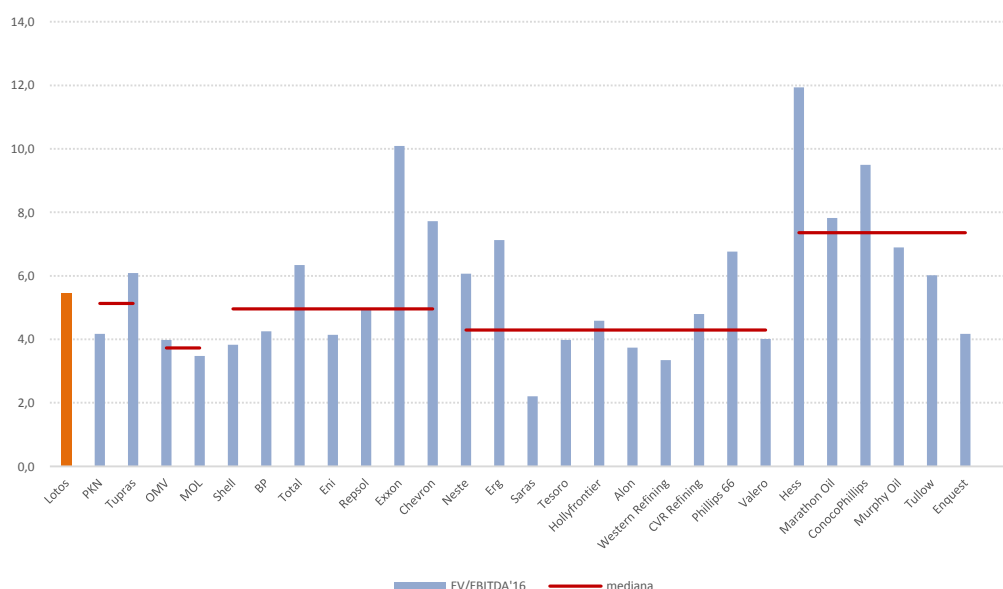
Ze względu na brak pełnej porównywalności Lotosu do innych spółek z branży (i) Lotos nie posiada segmentu petrochemicznego, ii) kontrybucja segmentu upstream mocno fluktuuje, iii) istnieją różnice pomiędzy lokalnymi przepisami prawa w kwestii np. zapasów obowiązkowych), przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%. Zwracamy także uwagę, że wycena na bazie EV/EBITDA jest zaburzona przez prowadzoną inwestycję w DCU (bieżący wzrost długu; zakładana kontrybucja EBITDA dopiero w 2H'18). Natomiast w przypadku P/E należy brać pod uwagę, że Lotos będzie wykazywał w najbliższych latach wysoką księgową stopę podatku dochodowego (rozliczenie tarczy podatkowej w Norwegii), za którą nie idą wypływy gotówki.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Orlen	6,8	6,3	6,9	4,2	3,7	3,6
MOL	9,2	8,4	7,9	3,5	3,2	2,6
OMV	17,2	10,8	8,9	4,0	3,3	2,9
Tupras-Turkiye	7,7	7,8	9,1	6,1	6,0	6,0
Neste Oil	10,1	11,2	10,7	6,1	6,3	5,9
Mediana	9,2	8,4	8,9	4,2	3,7	3,6
Lotos (D/U)	13,2	8,8	5,5	5,4	5,6	4,3
Premia/dyskonto	44,0%	4,4%	-38,7%	30,3%	52,4%	20,1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	16,8	23,2	39,5	11,4	6,1	16,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		26,5			11,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	18,9					

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

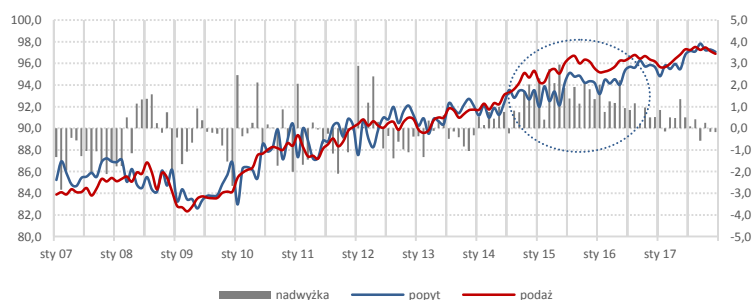
Porównanie wskaźnika EV/EBITDA'16 i mediana dla poszczególnych grup spółek



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

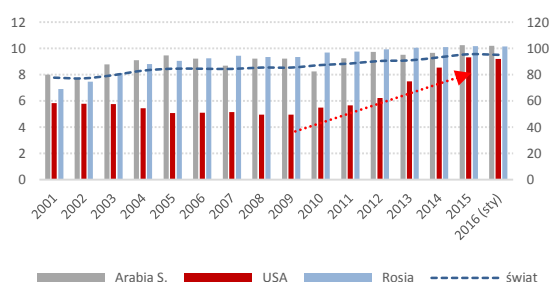
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA NA RYNKU ROPY

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

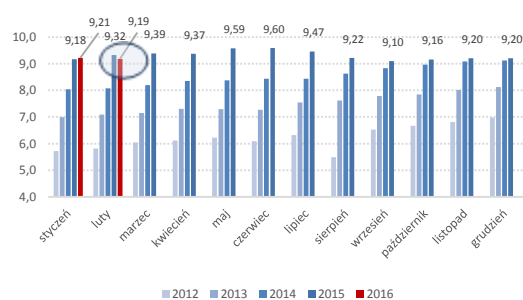


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



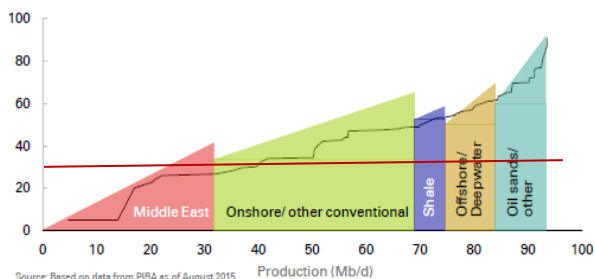
Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



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

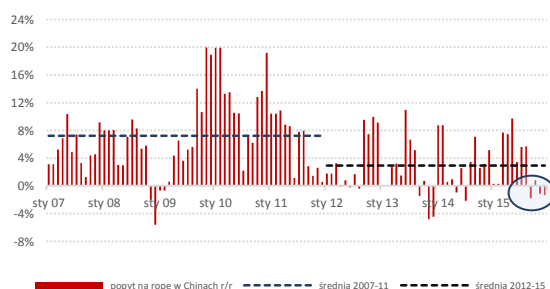
Krzywa całkowitych kosztów produkcji ropy [USD/bbl]

\$/bbl, Brent equivalent



Źródło: BP: New Economics of Oil 13/10/2015

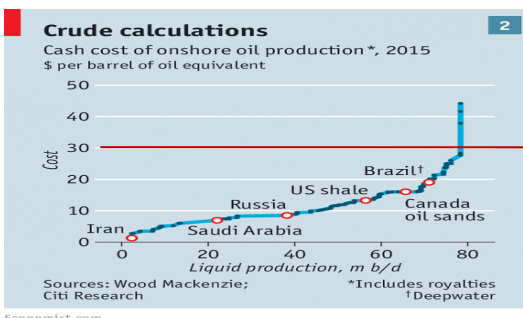
Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

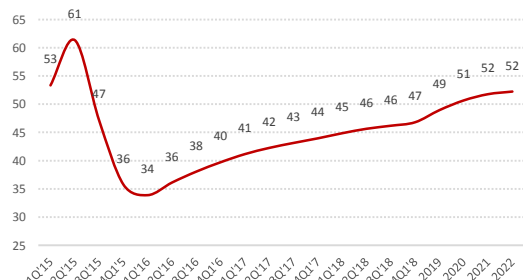
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Krzywa kosztów gotówkowych produkcji ropy [USD/bbl]



Źródło: The Economist: 23/01/2016, <http://www.economist.com/>

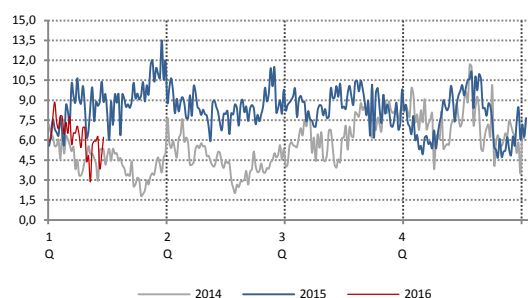
Krzywa kontraktów futures na ropę Brent – cena na koniec okresu [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

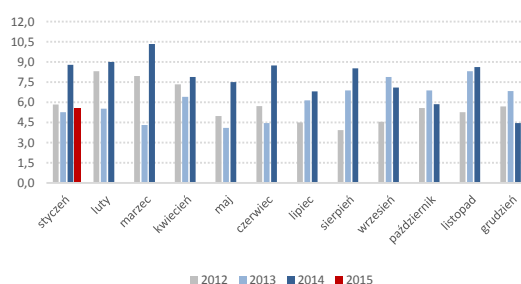
- W styczniu cena ropy Brent spadła nawet poniżej 30 USD/bbl. W ostatnich tygodniach rynek próbował wykonać korektę na fali spekulacji o możliwych cięciach produkcji (rzekomo mających być skoordynowanymi pomiędzy Rosją a OPEC).
- Pytanie, które warto sobie postawić przy życzeniach ze strony rosyjskich producentów, to z kim naprawdę walczy o udział w rynku Arabia Saudyjska i czy nie jest to właśnie bardziej Rosja niż amerykańscy łożkowscy producenci (którzy nie eksportują ropy), a polem walki jest rynek chiński i europejski
- Jak na razie styczniowe dane o produkcji wskazują na lekki spadek globalnej produkcji - dalsze przyrosty w krajach OPEC, przy ograniczeniu produkcji w pozostałych krajach. Popyt jest jednak na tyle niski, że nadal trwa budowanie zapasów (wg lutowego raportu IEA taka sytuacja możliwa jest nadal w 2H'16, chociaż już w mniejszym zakresie).
- Pierwszy lutowy odczyt amerykańskiej produkcji ropy wskazał pierwszy od 2012 roku spadek w ujęciu r/r. Trudno orzekać czy jest to już moment przełomowy, musiałyby go potwierdzić kolejne tygodnie. Faktem jest, że sama produkcja ropy z łożków spada powoli acz systematycznie w ujęciu m/m już co najmniej od czerwca ubiegłego roku (taki zakres danych obejmuje baza na Bloombergu).
- Większość amerykańskich producentów w prezentacjach wynikowych wskazuje na planowane cięcia wydatków inwestycyjnych, ale też dokonane w 2015 i planowane na 2016 cięcia kosztów operacyjnych (warto też zwrócić uwagę, że przeważająca większość producentów nawet przy cenach ropy <20 USD/bbl z nawiązką pokrywa bieżące koszty operacyjne wydobycia działających już złóż – nieopłacalne są natomiast wydatki inwestycyjne na nowe złoża). Część spółek ma także otwarte pozycje zabezpieczające ceny ropy na 2016 rok po wyrażnie wyższych cenach niż obecne na rynku: <http://investors.pxd.com/phoenix.zhtml?c=90959&p=irol-presentations>

Modelowa marża rafineryjna Lotosu z dyferencjałem [USD/bbl]* - r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *ceny gazu wg taryfy PGNiG

Modelowa marża rafineryjna Lotosu z dyferencjałem [USD/bbl]* - dane spółki



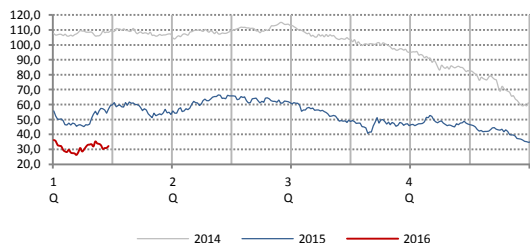
Źródło: BDM S.A., spółka, *Lotos przyjmuje stały koszt zużycia gazu na poziomie 3 USD/bbl

- Otoczenie w downstreamie dla Lotosu od jesieni 2015 ulega stopniowemu pogorszeniu w ujęciu r/r. Modelowa marża rafineryjna (z dyferencjałem) w 4Q'15 spadła do 6,2 USD/bbl z 7,3 USD/bbl rok temu. W styczniu marża wyniosła 5,6 USD/bbl wobec 8,8 USD/bbl. Głównym problemem jest znaczny spadek marż na średnich destylatach (duża podaż, słaba zima). Zwracamy przy tym uwagę, że do kalkulacji marży modelowej spółka przyjmuje stałą cenę gazu na poziomie ok 3 USD/bbl od 2H'13. Wtedy średnia cena taryfowa gazu z PGNiG wynosiła ok 400 USD/1000m³, a obecnie jest to 240 USD/1000m³ a na TGE nawet kolejne 25% niżej. Daje to ok. 1,5 USD/bbl marży więcej niż w ujęciu modelowym prezentowanym przez spółkę.
- Warto pamiętać, że duży wpływ na uzyskiwaną przez spółkę EBITDA ma kurs USD/PLN. Operacyjnie kurs w okolicach 3,9 pozwala przynajmniej w części rekompensować ubytek marży w porównaniu do ubiegłego roku.
- Sytuacja na marżach według poszczególnych produktów jest zróżnicowana. Z punktu widzenia Lotosu niepokoić mogą utrzymujące się słabe odczyty cracków na średnich destylatach (diesel, Jet, lekki olej opałowy), będące pochodną słabej zimy oraz sporej podaży (wysokie zapasy na głównych rynkach, ujemne dynamiki popytu w Chinach w ostatnich miesiącach). Nieco lepiej wygląda marża na benzynie. Natomiast nadal korzystnie przedstawia się sytuacja na ciężkim oleju opałowym a koszty przerobu własnego obniża niska cena ropy.
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) po zejściu na przełomie 2015/16 nawet w wartości ujemne (WTI droższa niż Brent), jest obecnie na zbliżonych do ubiegłego roku poziomach (znacznie niższych niż jeszcze w 2014 roku). Na bardzo dobrych poziomach w okolicy 3 USD

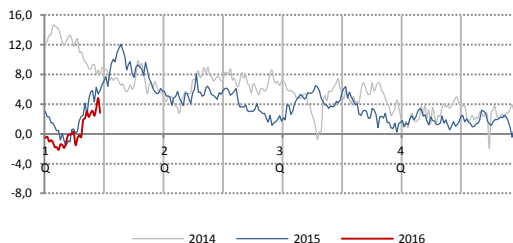
utrzymuje się kluczowy dla polskich spółek dyferencjał Brent – Ural (w czym pomaga pojawienie się podaży ropy z Bliskiego Wschodu na Bałtyku).

- Ceny gazu na rynkach europejskich, w ślad za ropą oraz z powodu braku mocnej zimy, są na bardzo niskich poziomach (okolice 4 USD/mmBtu).
- Po dobrym mieszanym styczniu, w lutym nieco wyższe r/r są marże biznesu detalicznego na rynku polskim, jednak sezonowo, szczególnie na benzynie okres do wakacji jest zwykle słaby. Dość korzystnie dla krajowych producentów wygląda natomiast sytuacja na rynku hurtowym (głównie też ze względu na wysoki kurs USD/PLN).

Brent [USD/bbl] – r/r

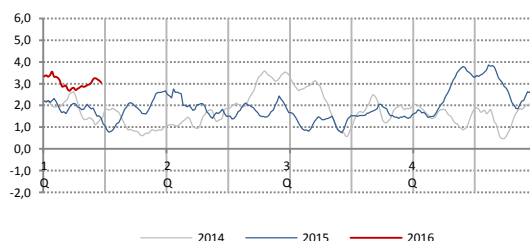


Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r



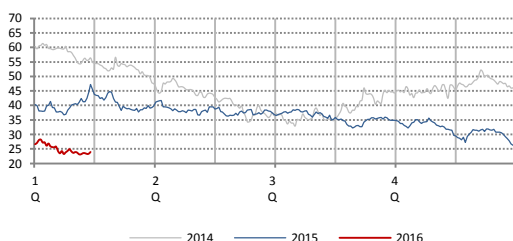
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



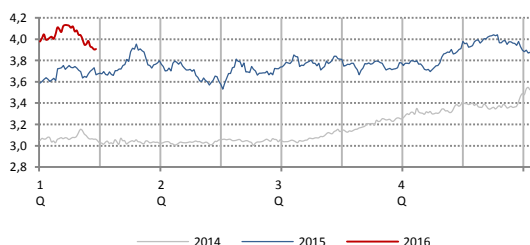
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena gazu NBP UK [USD/boe]



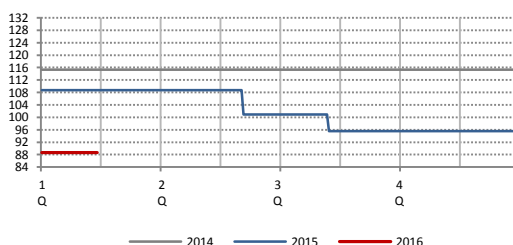
Źródło: BDM S.A., Neste Oil

USD/PLN



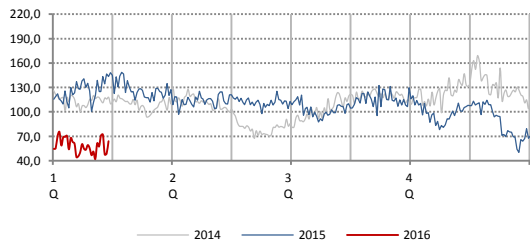
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena gazu w taryfie przemysłowej PGNiG [PLN/MWh]



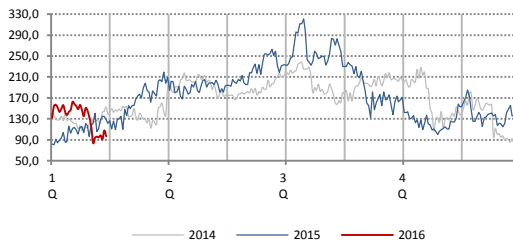
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Diesel marża [USD/t] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

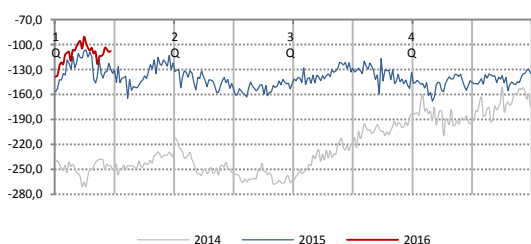
Benzyna marża [USD/t] r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

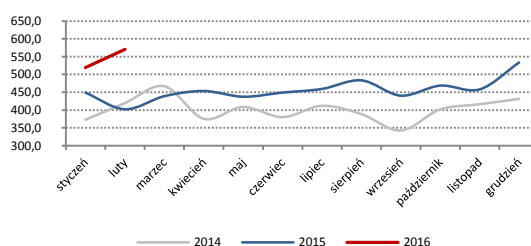
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

COO marża [USD/t] r/r



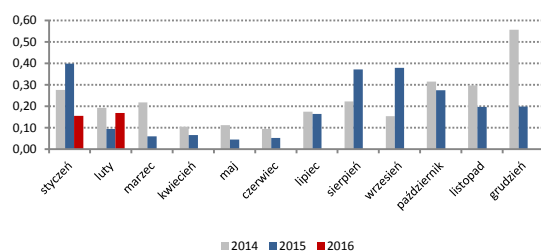
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



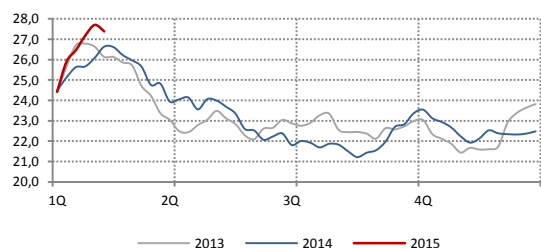
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN

Benzyna – marża detaliczna [PLN/litr]



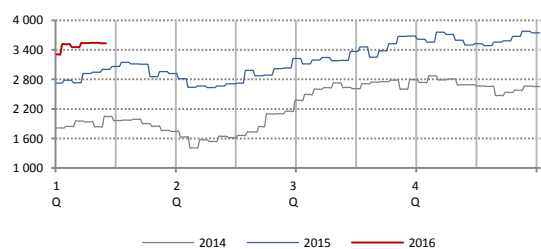
Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)

Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]



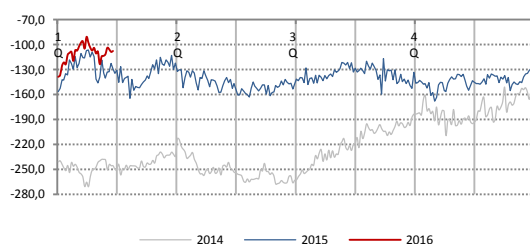
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy diesla w portach ARA [tys t]



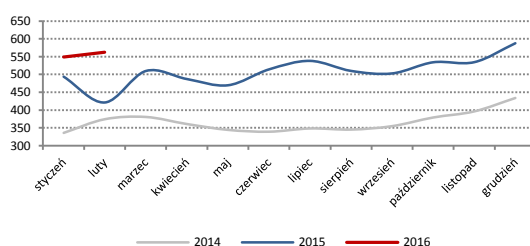
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



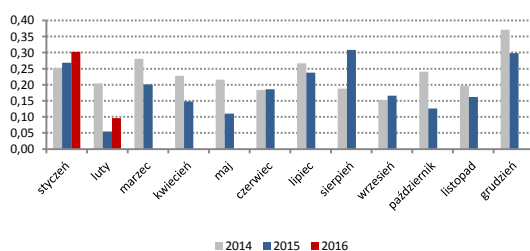
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



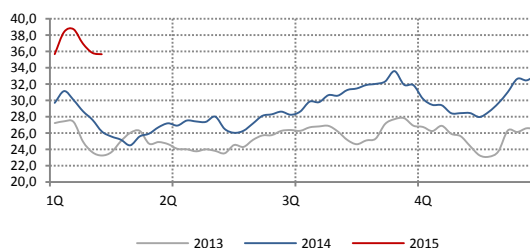
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN

ON – marża detaliczna [PLN/litr]



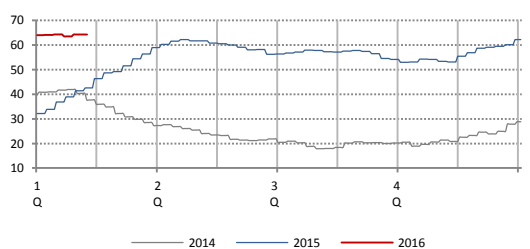
Źródło: BDM S.A., PKN (cena hurtowa), bankier.pl(cena detaliczna)

ON – zapasy/popyt USA [dni]



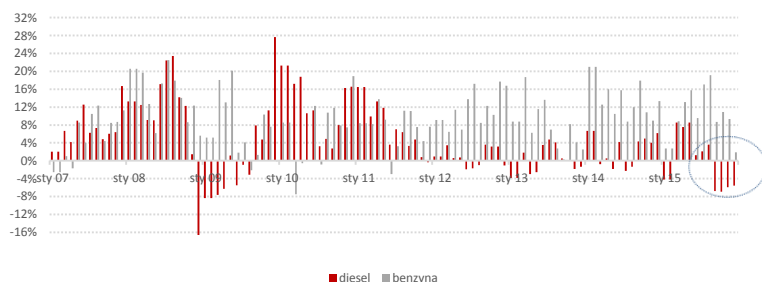
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy ropy w Cushing [mln bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

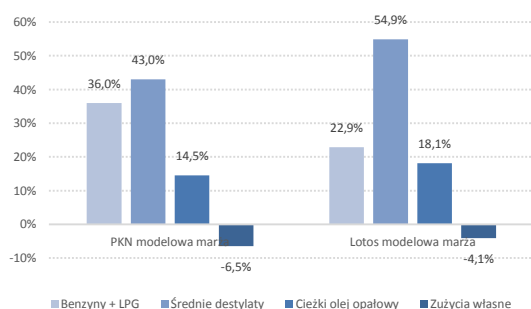
Zmiana popytu na diesla i benzynę w Chinach r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

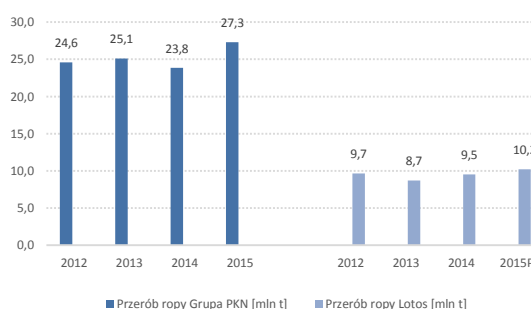
Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości wyników Orlenu i Lotosa na: i) zmianę ceny ropy w kontekście kosztów zużycia własnych i wyniku segmentu wydobywczego, ii) zmianę marży rafinerijnej na produkcji diesla. Zwracamy przy tym uwagę, że analiza nie uwzględnia innych zmian, które są zazwyczaj powiązane ze zmianami cen ropy (np. kurs USD/PLN, cena gazu w Polsce, cena usług obcych w upstreamie, zmiana kapitału obrotowego itp), które trudno byłoby ująć poniżej w jednej tabelce a które mogą mieć wpływ na wycenę spółek.

Struktura modelowej marży rafinerijnej PKN Orlen vs Lotos



Źródło: BDM S.A., spółki

Przerób ropy [mln t] PKN Orlen vs Lotos



Źródło: BDM S.A., spółki

Analiza wrażliwości na cenę ropy oraz marżę na produkcji diesla (przy innych danych stałych*) – PKN vs Lotos

Analityka wrażliwości na cenę ropy, oraz zmiany na produkcie: ropy (przy zmianach cen ropy w 10 USD na bbl)									
ropa Ural [USD/bbl]									
		2015	2016P	różnica					
		51	34	-16					
koszt zużyć własnych [mln USD]									
	[mln bbl]	2015	2016P	różnica	różnica [mln USD] dla +/-10 USD/bbl	% EBITDA LIFO skoryg'16	wydobycie'16 [mln boe]**	różnica [mln USD] +/- 10 USD/boe**	% EBITDA LIFO skoryg'16
PKN: Modelowe zużycia własne (2015)	-12,9	-650	-441	-209	+/- 129	7,2%	5,8	+/-58	-12,9
Lotos: Modelowe zużycia własne (2015)	-3,0	-152	-103	-49	+/- 30	6,8%	9,2	+/-92	-3,0

*przy założeniu, że ceny gazu rosną w skali równej wzrostowi cen ropy

		marża Diesel NWE [USD/t]				
		2015	2016P	różnica		
		110	77	-33		
		marża [mln USD]				
	[mln t]	2015	2016P	różnica	różnica [mln USD] dla +/-10 USD/t	% EBITDA LIFO skoryg'16
PKN: Modelowa produkcja średnich destylatów (2015)	11,7	1 285	901	-385	+/- 117	6,5%
Lotos: Modelowa produkcja średnich destylatów (2015)	5,6	614	430	-184	+/- 56	12,8%

Źródło: BDM S.A., założenia własne, *analiza nie uwzględnia innych zmian, które są zazwyczaj powiązane ze zmianami cen ropy (np. kurs USD/PLN, cena gazu w Polsce, cena usług obcych w upstreamie, zmiana kapitału obrotowego itp) a które mogą mieć wpływ na wycenę spółek, ** razem węglowodory ciekłe i gaz (na 2016 rok zakładamy, że w Orlenu gaz stanowi ok. 55%, w Lotosie ok. 47%)

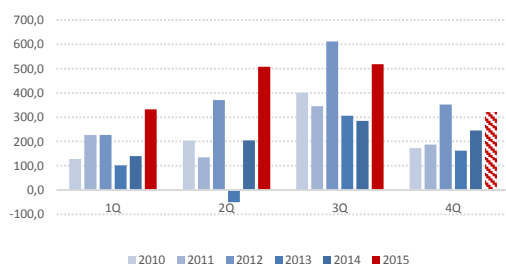
PROGNOZA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY

Prognozy wyników na 4Q'2015

	4Q'14	4Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	6 575,8	5 201,3	-20,9%	28 501,9	22 685,0	-20,4%	17 883,5	-21,2%	19 857,5	11,0%
EBITDA	-856,8	-53,8		-584,1	1 229,4	-	1 867,0	51,9%	1 737,4	-6,9%
EBITDA LIFO	6,5	-28,7	-	378,0	1 526,8	303,9%	1 737,9	13,8%	1 620,0	-6,8%
EBITDA LIFO skoryg*	369,4	402,5	8,9%	1 393,3	2 056,1	47,6%	1 739,3	-15,4%	1 620,0	-6,9%
EBIT	-1 074,9	-232,2	-	-1 393,0	510,7	-	968,0	89,5%	969,2	0,1%
EBIT LIFO	-211,6	-207,1	-	-430,9	808,1	-	838,8	3,8%	851,8	1,5%
EBIT LIFO skoryg*	151,3	224,1	48,1%	584,4	1 337,4	128,9%	840,3	-37,2%	851,8	1,4%
Zysk (strata) brutto	-1 502,6	-359,9	-	-2 123,7	-138,5	-	744,7	-	809,0	8,6%
Zysk (strata) netto	-1 276,4	-338,9	-	-1 466,3	-210,8	-	338,3	-	507,8	50,1%
Marża EBITDA	-13,0%	-1,0%		-2,0%	5,4%		10,4%		8,7%	
Marża EBITDA LIFO	0,1%	-0,6%		1,3%	6,7%		9,7%		8,2%	
Marża EBITDA LIFO skoryg.	5,6%	7,7%		4,9%	9,1%		9,7%		8,2%	
Marża EBIT	-16,3%	-4,5%		-4,9%	2,3%		5,4%		4,9%	
Marża zysku netto	-19,4%	-6,5%		-5,1%	-0,9%		1,9%		2,6%	

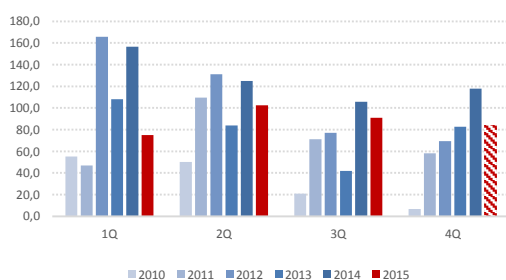
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO i operacyjne różnice kursowe a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (odpisy wg MSR2, rozpoznanie wyniku na „tańszych” warstwach ropy itp)

Downstream EBITDA LIFO skorygowana* [mln PLN]



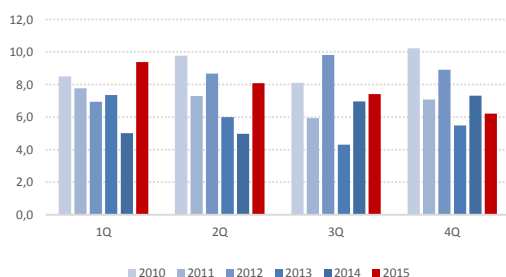
Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO, różnice kursowe oraz przeszacowania zapasów oraz rozpoznanie „taniach” warstw ropy ujęte w wyniku

Upstream EBITDA skorygowana* [mln PLN]



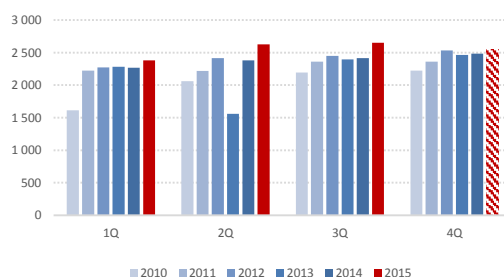
Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO

Downstream – marża modelowa [USD/bbl]



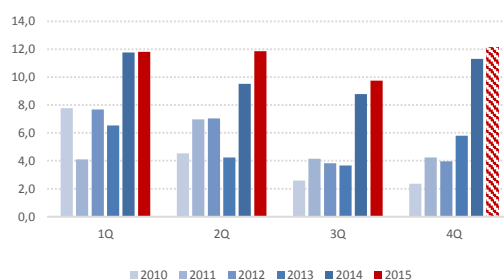
Źródło: BDM S.A., spółka, do 4Q'11 szacunki własne

Przerób ropy kwartalnie [tys ton]



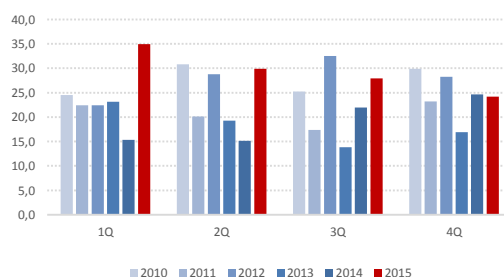
Źródło: BDM S.A., spółka

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



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

Downstream – marża modelowa [PLN/bbl]



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

Spółka opublikuje raport za 4Q'15 3 marca 2016

- Marża rafineryjna Lotosu w 4Q'15 była relatywnie słaba - wyniosła 6,2 USD/bbl vs 7,3 USD/bbl rok wcześniej. Zaważyły tu przede wszystkim słabe marże na średnich destylatach, które są przeważone w strukturze uzysków gdańskiej spółki. Niskie ceny ropy wpływały negatywnie na wynik wydobycia. Korzystnie na działalność operacyjną wpływał kurs USD/PLN (3,89 w 4Q'15 vs 3,37 w 4Q'14) - marża po przeliczeniu na PLN jest porównywalna r/r (24,2 vs 24,7 PLN/bbl). Osłabienie PLN w końcówce roku odbija się na różnicach kursowych z zadłużenia.
- W wydobyciu zwracamy uwagę na uruchomienie wydobycia z B8.
- Zakładamy, że w 4Q'15 skonsolidowana oczyszczona EBITDA LIFO (bez salda pozostałej działalności operacyjnej, operacyjnych różnic kursowych oraz odpisów na zapasach wg MSR2) może być lekko powyżej zanotowanej w 4Q'14. Zakładamy, że wyniesie ona 0,41 mld PLN (vs 0,37 mld PLN w 4Q'14) - przyjmujemy wyższe wykorzystanie mocy rafinerii niż w 4Q'14, szacujemy także, że lepsze r/r były premie lądowe.
- Mocny spadek cen ropy implikuje dokonanie odpisów na zapasach wg MSR2 (tym bardziej, że w 3Q'15 były one minimalne). Spółka poinformowała już, że na poziomie EBITDA LIFO wyniosą ok 440 mln PLN (ok. 230 mln PLN na poziomie EBITDA). Efekt LIFO obciąży wyniki raportowane o 25 mln PLN (faktyczny efekt jest sporo większy, ale należy go skorygować o różnicę w odpisach pomiędzy zapasami liczonymi wg LIFO a średnią ważoną).
- Dla porównania wynik raportowany w 4Q'14 był obciążony przez odpisy na aktywach wydobywczych na 166 mln PLN, odpis zapasów wg MSR2 na 131 mln PLN (na poziomie EBITDA LIFO) oraz operacyjne różnice kursowe na -33 mln PLN.
- W segmencie downstream spodziewamy się wypracowania, bez odpisu na zapasy, 318 mln PLN czystej EBITDA LIFO (w tym 19 mln PLN w detalu). Nie spodziewamy się większego wpływu operacyjnych różnic kursowych (zakładamy +10 mln PLN z tego tytułu). W wydobyciu spodziewamy się ponad 80 mln PLN EBITDA (słabiej r/r na wyniku oczyszczonym, w 4Q'14 było 118 mln PLN, ale nie tak mocno jak wskazują na to ceny ropy, ze względu na cięcie kosztów).
- Spadek cen ropy może przełożyć się na odpisy w wydobyciu. Nie podejmujemy się szacunku – jednak fakt, że spółka nie poinformowała o nich przy okazji publikacji komunikatu o odpisach na zapasach, może wskazywać, że nie muszą być one jednak znaczące.
- Na saldzie finansowym spodziewamy się wyniku ok. -0,13 mld PLN (odsetki od długu, ujemny wynik na różnicach kursowych).

Perspektywy na kolejne okresy

- Otoczenie w downstreamie dla Lotosu od jesieni ulega stopniowemu pogorszeniu w ujęciu r/r. W styczniu modelowa marża wyniosła 5,6 USD/bbl wobec 8,8 USD/bbl rok wcześniej. Głównym problemem jest znaczny spadek marż na średnich destylatach (duża podaż, słaba zima). Zwracamy przy tym uwagę, że do kalkulacji marży modelowej spółka przyjmuje stałą cenę gazu na poziomie ok 3 USD/bbl od 2H'13, gdy średnia cena taryfowa wynosiła ok 400 USD/1000m³, a obecnie jest to 240 USD/1000m³ a na TGE nawet kolejne 25% niżej. Daje to ok. 1,5 USD/bbl marży więcej niż w ujęciu modelowym prezentowanym przez spółkę. Dodatkowo nie należy zapominać o kursie USD/PLN.
- W modelu zakładamy, że w 2016 roku modelowa marża rafineryjna z dyferencjałem wyniesie 5,5 USD/bbl (vs 7,8 USD/bbl w 2015) a sam dyferencjał 1,8 USD/bbl (1,9 USD/bbl w 2015).
- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom ok. 52 USD/bbl. Długoterminowy dyferencjał Brent - Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl. Tabela ze szczegółowymi założeniami makro dla poszczególnych lat znajduje się na stronie 6 raportu.
- Oczyszczona EBITDA LIFO za 2015 rok wyniosła według naszych prognoz ponad 2,0 mld PLN. W 2016 roku zakładamy spadek do 1,74 mld PLN. Na poziomie EBITDA estymujemy wynik na poziomie 1,87 mld PLN (zakładany efekt LIFO na wzroście cen ropy – niska baza spisanych w 4Q'15 zapasów).
- Na wynik EBITDA LIFO w 2016 w naszym modelu składa się: rafineria – 1,20 mld PLN (pochodna spadku marże rafineryjnych), detal 0,11 mld PLN (zakładamy wynik porównywalny r/r – negatywnie odbija się częściowo podatek od sprzedaży oraz niższe marże w środowisku przyjmowanego lekkiego odbicia cen ropy, z drugiej strony powinien nastąpić dalszy wzrost efektywności sieci). Kontrybucja wydobycia to w naszych założeniach dla EBITDA 0,43 mld PLN (estymujemy ponad dwukrotny wzrost wydobycia r/r, ale też sporo niższe ceny sprzedaży), z czego 0,26 mld PLN to Slepner (spółka sygnalizowała przy akwizycji bardzo niskie koszty operacyjne).
- Obecny konsensus Bloomberg'a na poziomie EBITDA'16 wynosi 1,9 mld PLN, jednak gdy przyjrzy się jego strukturze w ostatnim czasie to widać mocny rozjazd prognoz od 1,3 mld PLN do 2,1 mld PLN. Uważamy, że dolne widełki mimo wszystko przyjmują zbyt pesymistyczny scenariusz. Natomiast wypracowanie wyniku na poziomie >2,0 mld PLN a więc porównywalnego z oczyszczonym wynikiem za 2015 rok może być zbyt trudne ze względu na osłabienie marż w rafinerii.

- Należy sobie zdawać sprawę z cykliczności trendów makro w rafinerii – lata bardzo dobre przeplatane są słabymi. Głównym ryzykiem zewnętrznym dla downstreamu są ceny ropy (ich ewentualny wzrost negatywnie odbije się na marżach przerobowych już przez sam koszt zużyć własnych). Spółka jednak w większym stopniu jest wystawiona na ekspozycję na ceny ropy w upstreamie, przy czym w zależności od poziomu wydobycia zmienia się to w czasie. Szacujemy, że w 2016 roku wzrost cen ropy o 10 USD/bbl przekłada się na roczny ubytek 30 mln USD EBITDA w rafinerii, przy 50 mln USD dodatkowego zysku w upstreamie (na samej ropy, bez zmiany ceny gazu – przy założeniu takiego samego ruchu na gazie należy dodać kolejne ok. 40 mln USD do upstreamu – przy czym należy pamiętać o zużyciu gazu w rafinerii – tu dodatkowy koszt rynkowy wyniósłby 30 mln USD).
- Na 2017 rok w naszym modelu 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). W 2017 roku przyjmujemy komercyjną eksploatację złoża B8 (spodziewana produkcja 2,0-2,2 mln bbl rocznie w pierwszych latach produkcji, w 2016 roku założono produkcję testową na około połowę niższym poziomie). Nie uwzględniamy w modelu złóż B4/B6 oraz Alfa Central. Dość szybko w następnych latach po 2016 roku będzie malało znaczenie wydobycia ze złóż norweskich.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2015-2017 rok [mln PLN]

	2015P			2016P			2016P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	23 888	22 685	-5,0%	25 120	17 883	-28,8%	25 902	19 858	-23,3%
EBITDA	2 164	1 229	-43,2%	2 066	1 867	-9,6%	1 843	1 737	-5,7%
EBITDA LIFO	2 155	1 527	-29,1%	1 923	1 738	-9,6%	1 792	1 620	-9,6%
EBITDA LIFO skoryg.	2 111	2 056	-2,6%	1 923	1 739	-9,6%	1 792	1 620	-9,6%
EBIT	1 412	511	-63,8%	1 348	968	-28,2%	1 109	969	-12,6%
Zysk (strata) brutto	882	-139	-	1 114	745	-33,1%	967	809	-16,3%
Zysk (strata) netto	532	-211	-	830	338	-59,2%	757	508	-32,9%
Marża EBITDA	9,1%	5,4%		8,2%	10,4%		7,1%	8,7%	
Marża EBIT	5,9%	2,3%		5,4%	5,4%		4,3%	4,9%	
Marża zysku netto	2,2%	-0,9%		3,3%	1,9%		2,9%	2,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja 16.07.2015

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2015 kons	2015 BDM	odchyl.	2016 kons	2016 BDM	odchyl.	2017 kons	2017 BDM	odchyl.	2018 kons	2017 BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	22 189	22 685	2,2%	21 203	17 883	-15,7%	22 400	19 858	-11,4%	24 409	22 004	-9,9%
EBITDA	1 544	1 229	-20,4%	1 870	1 867	-0,1%	1 787	1 737	-2,8%	2 013	2 002	-0,5%
EBITDA LIFO	-	1 689	-	-	1 738	-	-	1 620	-	-	1 935	-
EBIT	789	511	-35,3%	1 012	968	-4,4%	931	969	4,1%	1 057	1 249	18,1%
Zysk netto	-1	-211	-	545	338	-37,9%	498	508	2,1%	608	820	35,0%
Dług netto	5 939	5 636	-5,1%	5 842	5 685	-2,7%	5 652	5 272	-6,7%	5 247	4 165	-20,6%
Amortyzacja	754	719	-4,7%	857	899	4,9%	856	768	-10,3%	955	753	-21,2%

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

Prognozy EBITDA wg ostatnich 10 raportów analitycznych [mld PLN]

Data rekomendacji	2015P	2016P	2017P
2016-02-02	1,44	2,15	
2016-01-28	1,29	1,32	1,47
2016-01-26	1,45	1,57	1,72
2016-01-25	1,40	2,14	1,98
2016-01-15	1,52	1,71	1,73
2016-01-13	1,31	1,98	1,93
2015-12-21	1,39	1,90	1,73
2015-11-27	1,46	2,35	1,87
2015-11-03	1,80	1,87	1,95
2015-10-23	1,62	2,18	2,01
2015-10-05	1,87	1,96	1,87
2015-10-02	2,36	1,89	1,65
2015-09-18	1,98	1,85	1,84

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognoza na 4Q'15-4Q'16 [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P
Dated Brent FOB	108,2	109,7	102,0	76,6	53,9	61,7	50,4	43,7	32,4	35,4	37,4	39,2
Ural CIF Rotterdam	106,8	107,5	100,2	75,1	52,1	60,2	49,0	41,0	29,3	33,6	36,2	38,2
Dyferencjał Brent - Ural	1,4	2,2	1,8	1,5	1,8	1,4	1,4	2,7	3,1	1,8	1,3	1,0
Modelowa marża rafinerijna*	5,0	5,0	7,0	7,3	9,4	8,1	7,4	6,2	6,3	5,5	4,6	5,7
USD/PLN średni	3,1	3,0	3,1	3,4	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0	3,9	3,9	3,9
USD/PLN [eop]	3,0	3,0	3,3	3,5	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Przerób ropy [tys t]	2 267	2 379	2 417	2 482	2 379	2 628	2 651	2 547	2 400	2 485	2 570	2 567
Sprzedaż produktów [tys t]	2 436	2 448	2 576	2 643	2 438	2 824	2 745	2 619	2 455	2 543	2 600	2 638
Wydobycie ropy [tys t]	81,9	67,1	78,3	77,9	77,7	74,7	72,1	90,7	165,9	155,1	155,5	156,5
Sprzedaż ropy [tys t]	73,5	89,2	60,4	75,8	72,3	76,8	58,8	90,7	165,9	155,1	155,5	156,5
Wydobycie gazu [mln m3]	80,1	28,9	56,1	74,1	74,8	83,0	76,6	67,3	198,6	173,3	173,4	148,8
Sprzedaż gazu [mln m3]	78,3	28,0	54,2	72,6	80,4	77,7	70,8	65,8	197,1	171,8	171,8	147,2
Sieć stacji [szt]	426	430	432	441	445	449	459	468	470	472	474	476
Przychody	7 177	7 199	7 550	6 576	5 132	6 642	5 710	5 201	4 085	4 291	4 582	4 925
Wydobycie	259	240	198	209	186	194	160	169	280	260	271	279
Rafineria	5 679	5 649	5 885	5 070	3 824	4 995	4 075	3 806	2 767	2 713	2 962	3 454
Detal	1 369	1 509	1 595	1 401	1 205	1 550	1 540	1 313	1 132	1 412	1 449	1 307
Inne/korekty	-130	-199	-129	-105	-84	-97	-64	-86	-93	-94	-100	-114
EBIT	17,3	-415,0	79,6	-1 074,9	267,7	568,7	-93,6	-232,1	95,2	291,6	316,8	264,4
Wydobycie	57,6	-483,3	-46,9	-151,5	12,3	33,5	15,2	21,3	-28,4	-21,4	-1,5	23,5
Rafineria	-35,0	89,9	69,3	-916,6	196,9	537,3	-138,5	-255,7	120,2	304,4	288,9	238,3
efekt LIFO	-56,0	9,5	-52,3	-863,3	-15,0	60,6	-318,0	-25,0	-77,6	70,3	68,2	68,3
Rafineria LIFO	21,0	80,4	121,6	-53,3	211,9	476,7	179,5	-230,7	197,8	234,1	220,7	170,0
Rafineria LIFO ex/FX	22,2	84,6	147,9	-19,9	255,2	439,2	172,9	-241,0	197,3	237,9	220,0	168,9
Detal	3,4	2,7	23,3	-11,5	6,2	10,3	32,0	2,3	3,4	8,6	29,4	2,6
Inne/korekty	-8,7	-24,3	33,9	4,7	52,3	-12,4	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operacyjne różnice kursowe (FX)	-1,2	-4,2	-26,3	-33,4	-43,3	37,5	6,6	10,3	0,5	-3,8	0,7	1,2
EBIT LIFO	73,3	-424,5	131,9	-211,6	282,7	508,1	224,4	-207,1	172,8	221,3	248,6	196,1
EBIT LIFO ex/FX	74,5	-420,3	158,2	-178,2	326,0	470,6	217,8	-217,4	172,3	225,1	247,9	194,9
marża	1,0%	-5,8%	2,1%	-2,7%	6,4%	7,1%	3,8%	-4,2%	4,2%	5,2%	5,4%	4,0%
zdarzenia jednorazowe	4,3	-558,3	-66,7	-329,5	60,2	63,1	-222,2	-440,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO ex/FX adj***	70,2	138,0	224,9	151,3	265,8	407,5	440,0	222,6	172,3	225,1	247,9	194,9
marża	1,0%	1,9%	3,0%	2,3%	5,2%	6,1%	7,7%	4,3%				
Amortyzacja	214,3	172,6	203,9	218,1	177,8	186,5	176,0	179,9	235,3	223,5	223,7	216,6
EBITDA	231,6	-242,4	283,5	-856,8	445,5	755,2	82,4	-52,2	330,5	515,1	540,5	481,0
EBITDA LIFO ex/FX adj***	284,5	310,6	428,8	369,4	443,6	594,0	616,0	402,5	407,6	448,6	471,6	411,5
marża	4,0%	4,3%	5,7%	5,6%	8,6%	8,9%	10,8%	7,7%	10,0%	10,5%	10,3%	8,4%
Wydobycie	156,6	124,9	105,7	117,8	75,1	102,6	91,0	84,3	95,5	90,5	110,6	128,4
Produkcja	121,7	187,6	245,7	225,8	312,0	480,6	470,8	299,4	292,1	332,8	314,9	263,7
Detal	17,6	17,0	39,8	20,1	20,7	27,0	48,2	18,8	20,0	25,3	46,1	19,4
Inne/korekty	-11,4	-18,9	37,6	5,7	35,8	-16,2	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność finansowa	-38,1	-90,8	-175,1	-402,3	-377,0	27,8	-171,2	-128,8	-49,9	-60,8	-45,0	-67,5
Jednostki stowarzyszone	-0,3	-0,1	1,5	-25,4	-0,7	-0,2	-0,2	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek	11,3	-383,4	-59,0	-226,2	-8,6	117,6	-15,7	-21,0	57,0	88,3	98,8	162,3
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
Zysk netto	-32,4	-122,5	-35,0	-1 276,4	-101,4	478,7	-249,2	-338,9	-11,6	142,5	172,9	34,6
Dług netto**	5 996	6 019	6 101	5 287	6 245	6 122	5 857	5 636	5 752	5 904	5 991	5 685
Dług netto/EBITDA adj	6,3	4,9	4,8	3,8	4,0	3,3	2,9	2,7	2,8	3,1	3,5	3,3

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)

Proгноza wyników roczna [mln PLN]

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Dated Brent FOB	108,6	99,1	52,4	36,1	42,3	45,6	48,0	50,0	51,2	52,0	52,2	52,2	52,2
Ural CIF Rotterdam	107,6	97,4	50,6	34,3	41,3	44,6	47,0	49,0	50,2	51,0	51,2	51,2	51,2
Dyferencjał Brent - Ural	1,0	1,7	1,8	1,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafineryjna*	5,8	6,1	7,8	5,5	6,1	5,9	5,9	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,7
USD/PLN średni	3,2	3,2	3,8	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
USD/PLN [eop]	3,0	3,5	3,9	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Przerób ropy [tys t]	8 703	9 544	10 204	10 023	9 343	10 171	10 146	10 128	9 331	10 141	10 146	10 151	10 156
Wykorzystanie mocy	83,9%	90,9%	97,4%	94,6%	87,6%	95,3%	95,1%	94,9%	87,4%	95,0%	95,1%	95,1%	95,2%
Produkcja: [tys t]													
Diesel/Jet/LOO	5 032	5 399	5 494	5 432	5 024	5 899	6 325	6 325	5 818	6 327	6 327	6 327	6 327
Benzyna	1 348	1 420	1 459	1 418	1 304	1 414	1 414	1 414	1 303	1 414	1 414	1 414	1 414
COO/Asfalty	1 712	1 921	2 155	2 068	1 910	1 256	433	433	401	433	433	433	433
Inne	1 405	1 641	1 722	1 716	1 678	1 915	2 011	2 011	1 852	2 012	2 012	2 012	2 012
Wydobycie ropy [tys t]	219,4	305,2	315,2	633,0	630,2	554,0	535,6	481,9	446,4	418,5	391,5	379,2	367,4
Wydobycie gazu [mln m3]	16,8	239,2	301,7	694,1	484,8	289,8	267,3	168,8	106,8	64,6	23,6	22,7	21,8
Sieć stacji [szt]	439	441	468	476	484	492	500	508	516	524	532	540	548
Przychody	28 559	28 502	22 685	17 883	19 858	22 004	23 061	23 394	22 863	24 061	24 061	24 105	24 151
Wydobycie	586	906	709	1 090	1 114	947	934	814	739	728	613	594	576
Rafineria	22 781	22 283	16 700	11 894	13 640	15 706	16 561	16 783	16 089	17 067	16 967	16 818	16 668
Detal	5 806	5 875	5 608	5 299	5 733	6 000	6 214	6 443	6 677	6 898	7 094	7 287	7 483
Inne/korekty	-614	-562	-332	-400	-629	-649	-649	-647	-642	-631	-613	-594	-576
EBIT	166,6	-1 393,0	510,7	968,0	969,2	1 248,8	1 411,8	1 345,7	1 149,6	1 272,5	1 236,3	1 224,5	1 208,6
Wydobycie	174,0	-624,1	82,3	-27,9	146,4	172,8	197,5	170,7	155,6	141,2	120,4	109,7	99,0
Rafineria	38,0	-792,4	340,0	951,8	767,8	1 013,3	1 148,1	1 105,0	919,9	1 053,6	1 034,9	1 030,8	1 022,3
efekt LIFO	-376,6	-962,1	-297,4	129,1	117,4	66,8	32,4	33,7	25,7	11,8	-0,8	-0,7	-0,8
Rafineria LIFO	414,6	169,7	637,4	822,7	650,4	946,6	1 115,7	1 071,2	894,2	1 041,7	1 035,7	1 031,5	1 023,1
Rafineria LIFO ex/FX	338,0	234,8	626,3	824,1	650,4	946,6	1 115,7	1 071,2	894,2	1 041,7	1 035,7	1 031,5	1 023,1
Detal	-24,1	17,9	50,8	44,0	55,0	62,6	66,2	70,1	74,1	77,8	80,9	84,0	87,2
Inne/korekty	-21,3	5,6	37,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO	543,2	-430,9	808,1	838,8	851,8	1 182,0	1 379,4	1 311,9	1 123,8	1 260,7	1 237,0	1 225,2	1 209,3
EBIT LIFO ex/FX	466,6	-365,8	797,0	840,3	851,8	1 182,0	1 379,4	1 311,9	1 123,8	1 260,7	1 237,0	1 225,2	1 209,3
marża	1,6%	-1,3%	3,5%	4,7%	4,3%	5,4%	6,0%	5,6%	4,9%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%
zdarzenia jednorazowe	294,5	-950,2	-538,9	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**	172,1	584,4	1 335,9	840,3	851,8	1 182,0	1 379,4	1 311,9	1 123,8	1 260,7	1 237,0	1 225,2	1 209,3
marża	0,6%	2,1%	5,9%	4,7%	4,3%	5,4%	6,0%	5,6%	4,9%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%
Amortyzacja	642,5	808,9	718,7	899,1	768,2	753,0	827,2	777,8	748,3	729,0	710,3	702,8	696,1
EBITDA	809,1	-584,1	1 229,4	1 867,0	1 737,4	2 001,8	2 239,0	2 123,5	1 897,9	2 001,5	1 946,5	1 927,3	1 904,6
EBITDA LIFO ex/FX adj**	814,6	1 393,3	2 054,7	1 739,3	1 620,0	1 935,0	2 206,6	2 089,8	1 872,2	1 989,6	1 947,3	1 928,1	1 905,4
marża	2,9%	4,9%	9,1%	9,7%	8,2%	8,8%	9,6%	8,9%	8,2%	8,3%	8,1%	8,0%	7,9%
Wydobycie	316,6	505,0	353,0	425,1	483,8	421,8	423,3	364,3	328,0	297,9	261,8	246,8	232,4
Produkcja	475,8	780,8	1 562,8	1 203,5	1 013,3	1 381,6	1 646,9	1 584,1	1 397,7	1 540,4	1 529,9	1 521,4	1 513,0
Detal	44,1	94,5	114,7	110,8	122,9	131,7	136,3	141,4	146,5	151,3	155,6	159,8	164,1
Inne/korekty	-21,9	13,0	24,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,1
Działalność finansowa	-207,1	-706,2	-649,2	-223,2	-160,2	-116,1	-72,5	-78,2	-86,6	-67,2	-46,0	-26,2	-6,0
Jednostki stowarzyszone	-18,1	-24,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek	-98,1	-657,3	72,3	406,4	301,1	312,4	348,8	294,9	256,4	268,9	251,7	252,9	253,1
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	39,4	-1 466,3	-210,8	338,3	507,8	820,2	990,4	972,6	806,5	936,4	938,5	945,4	949,4
Dług netto	5 686	5 287	5 636	5 685	5 272	4 165	2 572	1 863	1 720	1 005	408	-84	-611
Dług netto/EBITDA adj**	7,0	3,8	2,7	3,3	3,3	2,2	1,2	0,9	0,9	0,5	0,2	0,0	-0,3

Źródło: BDM S.A. *wg benchmarku spółki, od 2016 roku kalkulacja wg taryfy gazu PGNiG (spółka przyjmuje do własnych obliczeń stałą wartość 3 USD/bbl),

**wynik oczyszczony o LIFO, operacyjny różnice kursowe, saldo PPO/PKO oraz 273 mln PLN zysku na tańszych warstwach ropy w 2013, odpis -131 mln PLN straty na przeszacowaniu zapasów w 2014 roku oraz -377 mln PLN w sumie w 2015 roku

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	11 981	11 792	12 198	12 686	12 709	12 315	11 855	11 613	11 534	11 466	11 410	11 357	11 309
Wartości niematerialne i prawne	705	600	582	564	547	529	512	496	479	462	446	430	414
Rzeczowe aktywa trwałe	10 009	9 486	10 538	11 296	11 515	11 252	10 919	10 719	10 656	10 604	10 564	10 528	10 496
Pozostałe aktywa trwałe	1 266	1 706	1 078	826	647	534	424	399	399	399	399	399	399
Aktywa obrotowe	8 304	7 155	6 172	5 030	4 996	5 763	6 617	6 679	6 242	6 230	6 066	5 898	5 655
Zapasy	5 729	3 917	3 089	2 507	2 519	2 849	2 788	2 833	2 901	2 994	2 927	2 963	2 946
Należności krótkoterminowe	1 668	1 466	1 287	1 230	1 483	1 553	1 630	1 662	1 764	1 715	1 722	1 725	1 741
Inwestycje krótkoterminowe	907	1 772	1 796	1 292	994	1 361	2 199	2 184	1 576	1 521	1 417	1 210	968
-środki pieniężne i ekwiwalenty	525	1 377	1 401	897	599	966	1 804	1 789	1 181	1 126	1 022	815	573
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	20 285	18 947	18 370	17 716	17 705	18 078	18 472	18 292	17 776	17 696	17 475	17 256	16 964
Kapitał (fundusz) własny	9 190	8 258	7 674	7 967	8 486	9 347	10 393	10 894	11 214	11 747	12 218	12 694	13 170
Zobowiązania i rezerwy na zob.	11 095	10 689	10 695	9 749	9 219	8 731	8 079	7 399	6 562	5 949	5 258	4 562	3 793
Rezerwy na zobowiązania	1 296	1 039	1 313	1 313	1 313	1 313	1 313	1 313	1 313	1 313	1 313	1 313	1 313
Zobowiązania długoterminowe	4 549	4 558	4 931	4 477	3 766	3 025	2 270	1 546	796	25	25	25	25
- w tym dług oprocentowany	4 496	4 496	4 869	4 415	3 703	2 962	2 207	1 484	734	-37	-37	-37	-37
Zobowiązania krótkoterminowe	5 250	5 092	4 451	3 958	4 140	4 393	4 496	4 539	4 452	4 610	3 919	3 224	2 455
- w tym dług oprocentowany	1 715	2 168	2 168	2 168	2 168	2 168	2 168	2 168	2 168	2 168	1 468	768	0
Pasywa razem	20 285	18 947	18 370	17 716	17 705	18 078	18 472	18 292	17 776	17 696	17 475	17 256	16 964

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	28 559	28 502	22 685	17 883	19 858	22 004	23 061	23 394	22 863	24 061	24 061	24 105	24 151
Zysk (strata) na sprzedaży	145	-574	673	968	969	1 249	1 412	1 346	1 150	1 273	1 236	1 224	1 209
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	8	-819	-162	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	809	-584	1 229	1 867	1 737	2 002	2 239	2 124	1 898	2 001	1 947	1 927	1 905
EBITDA LIFO	1 186	378	1 527	1 738	1 620	1 935	2 207	2 090	1 872	1 990	1 947	1 928	1 905
EBIT	167	-1 393	511	968	969	1 249	1 412	1 346	1 150	1 273	1 236	1 224	1 209
EBIT LIFO	543	-431	808	839	852	1 182	1 379	1 312	1 124	1 261	1 237	1 225	1 209
Saldo działalności finansowej	-207	-706	-649	-223	-160	-116	-73	-78	-87	-67	-46	-26	-6
Zysk (strata) brutto	-59	-2 124	-139	745	809	1 133	1 339	1 267	1 063	1 205	1 190	1 198	1 203
Zysk (strata) netto	39	-1 466	-211	338	508	820	990	973	807	936	939	945	949

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	1 416	1 380	1 687	1 814	1 537	1 685	2 133	1 836	1 376	1 839	1 759	1 635	1 652
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-931	-958	-1 477	-1 630	-964	-467	-465	-545	-657	-651	-646	-644	-643
Przepływy z działalności finansowej	-244	-597	-185	-687	-871	-851	-831	-1 306	-1 326	-1 243	-1 217	-1 199	-1 250
Przepływy pieniężne netto	241	-175	25	-504	-298	367	838	-15	-607	-56	-103	-207	-242
Środki pieniężne na początek okresu*	-243	-3	1 377	1 401	897	599	966	1 804	1 789	1 181	1 126	1 022	815
Środki pieniężne na koniec okresu*	-3	-167	1 401	897	599	966	1 804	1 789	1 181	1 126	1 022	815	573

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

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-20,4%	-21,2%	11,0%	10,8%	4,8%	1,4%	-2,3%	5,2%	0,0%	0,2%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	-	51,9%	-6,9%	15,2%	11,8%	-5,2%	-10,6%	5,5%	-2,7%	-1,0%	-1,2%
EBIT zmiana r/r	-	89,5%	0,1%	28,8%	13,1%	-4,7%	-14,6%	10,7%	-2,9%	-1,0%	-1,3%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	50,1%	61,5%	20,7%	-1,8%	-17,1%	16,1%	0,2%	0,7%	0,4%
Marża EBITDA	5,4%	10,4%	8,7%	9,1%	9,7%	9,1%	8,3%	8,3%	8,1%	8,0%	7,9%
Marża EBITDA LIFO	6,7%	9,7%	8,2%	8,8%	9,6%	8,9%	8,2%	8,3%	8,1%	8,0%	7,9%
Marża EBIT	2,3%	5,4%	4,9%	5,7%	6,1%	5,8%	5,0%	5,3%	5,1%	5,1%	5,0%
Marża EBIT LIFO	3,6%	4,7%	4,3%	5,4%	6,0%	5,6%	4,9%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%
Marża brutto	-0,6%	4,2%	4,1%	5,1%	5,8%	5,4%	4,6%	5,0%	4,9%	5,0%	5,0%
Marża netto	-0,9%	1,9%	2,6%	3,7%	4,3%	4,2%	3,5%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
ROE	-2,7%	4,2%	6,0%	8,8%	9,5%	8,9%	7,2%	8,0%	7,7%	7,4%	0,0%
ROA	-1,1%	1,9%	2,9%	4,5%	5,4%	5,3%	4,5%	5,3%	5,4%	5,5%	0,0%
Dług	7 037	6 583	5 871	5 130	4 375	3 652	2 902	2 131	1 431	731	-37
D / (D+E)	38,3%	37,2%	33,2%	28,4%	23,7%	20,0%	16,3%	12,0%	8,2%	4,2%	-0,2%
D / E	62,1%	59,1%	49,6%	39,6%	31,0%	24,9%	19,5%	13,7%	8,9%	4,4%	-0,2%
Odsetki / EBIT	-127,1%	-23,1%	-16,5%	-9,3%	-5,1%	-5,8%	-7,5%	-5,3%	-3,7%	-2,1%	-0,5%
Dług / kapitał własny	91,7%	82,6%	69,2%	54,9%	42,1%	33,5%	25,9%	18,1%	11,7%	5,8%	-0,3%
Dług netto	5 636	5 685	5 272	4 165	2 572	1 863	1 720	1 005	408	-84	-611
Dług netto / kapitał własny	73,4%	71,4%	62,1%	44,6%	24,7%	17,1%	15,3%	8,6%	3,3%	-0,7%	-4,6%
Dług netto / EBITDA	4,6	3,0	3,0	2,1	1,1	0,9	0,9	0,5	0,2	0,0	-0,3
Dług netto / EBIT	11,0	5,9	5,4	3,3	1,8	1,4	1,5	0,8	0,3	-0,1	-0,5
EV	10 110	10 159	9 746	8 639	7 046	6 337	6 194	5 479	4 882	4 390	3 863
Dług / EV	69,6%	64,8%	60,2%	59,4%	62,1%	57,6%	46,8%	38,9%	29,3%	16,6%	-1,0%
CAPEX / Przychody	6,5%	9,2%	4,9%	2,1%	2,1%	2,4%	2,9%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
CAPEX / Amortyzacja	205,5%	182,4%	126,3%	62,8%	57,6%	72,1%	89,4%	90,6%	92,1%	92,6%	93,0%
Amortyzacja / Przychody	3,2%	5,0%	3,9%	3,4%	3,6%	3,3%	3,3%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%
Zmiana KO / Przychody	-3,7%	-1,8%	1,0%	0,9%	-0,2%	0,2%	1,3%	-0,5%	-0,3%	0,2%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14,6%	6,9%	10,0%	9,1%	-4,6%	15,0%	-54,7%	-10,1%	-	84,6%	-2,8%
Wskaźniki rynkowe	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	-21,2	13,2	8,8	5,5	4,5	4,6	5,5	4,8	4,8	4,7	4,7
P/BV*	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
P/CE*	8,8	3,6	3,5	2,8	2,5	2,6	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7
EV/EBITDA*	8,2	5,4	5,6	4,3	3,1	3,0	3,3	2,7	2,5	2,3	2,0
EV/EBITDA LIFO*	6,6	5,8	6,0	4,5	3,2	3,0	3,3	2,8	2,5	2,3	2,0
EV/EBIT*	19,8	10,5	10,1	6,9	5,0	4,7	5,4	4,3	3,9	3,6	3,2
EV/S*	0,4	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	41,5	43,1	45,9	50,6	56,2	58,9	60,7	63,5	66,1	68,7	71,2
EPS	-1,1	1,8	2,7	4,4	5,4	5,3	4,4	5,1	5,1	5,1	5,1
CEPS	2,7	6,7	6,9	8,5	9,8	9,5	8,4	9,0	8,9	8,9	8,9
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,7	2,6	2,2	2,5	2,5	2,6
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 24,2 PLN

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	27,1	akumuluj	33,5	15.02.2016	24,2	44 393
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 1Q'16:

Kupuj	4	50%
Akumuluj	3	38%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	13%
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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura 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 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 15.02.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.02.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w 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 15.02.2016 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 w zakresie 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.