



Dom Maklerski BDM S.A.

LOTOS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 33,2 PLN

20 PAŹDZIERNIK 2016, 09:58 CEST

Kurs Lotosu w ujęciu YTD zyskał 11%. Od czasu naszej ostatniej rekomendacji Akumuluj z lutego'16 stopa zwrotu sięga 24%. W marcu spółka po rocznej przerwie powróciła do portfela indeksu WIG20. W 1Q'16 gdańska rafineria pozytywnie zaskoczyła rynek wynikami. Okres 2Q'16, jak na otoczenie makroekonomiczne, był także dobry. W 3Q'16 znów dostrzegamy miejsce na pozytywne zaskoczenie w stosunku do wcześniejszych oczekiwań, jakie mogą implikować czyste marże rafineryjne (zwłaszcza lipiec i sierpień nie był pod tym względem łatwy). Zwracamy uwagę na pozytywne skutki wprowadzonego w sierpniu pakietu paliwowego w Polsce, który może przynajmniej w średnim terminie ograniczyć działalność szarej strefy. Pierwsze sygnały są bardzo obiecujące. W kontekście Lotosu warto podkreślić wysoką ekspozycję na diesla oraz możliwość przekierowania dotychczasowego eksportu na rynek krajowy (sprzedaż z premią). W perspektywie kolejnych tygodni zwracamy uwagę na spadek zapasów paliw w Europie i poprawę marż rafineryjnych, a także lepsze warunki w upstreamie. Podtrzymujemy nasze zalecenie Akumuluj, cenę docelową podnosimy do 33,2 PLN (z 27,1 PLN wcześniej).

Z ostatnich wypowiedzi wynika, że długo już oczekiwana aktualizacja strategii powinna pojawić się na przełomie XI/XII'2016. Spółka ma postawić m.in. na inwestycje w sektorze wydobywczym. Obecny prezes Lotosu jest otwarty na temat współpracy operacyjnej z PKN Orlen oraz wypłatę dywidendy. W naszej ocenie spółka jest w mniejszym zakresie narażona na potencjalne negatywnie odbierane działania strategiczne niż Orlen czy PGNiG ze względu na nadal wysokie zadłużenie.

W 3Q'16 warunki dla rafinerii w Europie nie były łatwe, zwłaszcza w lipcu i sierpniu. Przy niskich marżach na podstawowych produktach, rafinerie opierające się na rosyjskim surowcu wspierał jednak przynajmniej dobry dyferencjał. Marża rafineryjna Lotosu w 3Q'16 wyniosła 6,0 USD/bbl vs 7,4 USD/bbl rok wcześniej oraz vs 6,5 USD/bbl w 1H'16. Po przeliczeniu na PLN marża spadła r/r z 27,9 PLN/bbl do 23,4 PLN/bbl (-16% r/r). Z trudniejszymi r/r warunkami musiał radzić sobie także segment wydobywczy. Ceny ropy Brent w 3Q'16 były o 9% niższe r/r, a ceny gazu w hubach w Europie o 37% niższe r/r. Dodatkowo warto pamiętać, że okres 3Q to zwykle sezon postojów produkcyjnych na M. Północnym.

Spoglądając lokalnie na polski rynek, od sierpnia wszedł w życie pakiet paliwowy, który ma utrudnić działalność szarej strefy. Pierwsze sygnały po wprowadzeniu rozwiązań w życie wyglądały obiecująco. Poprawiły się premie lądowe (szczególnie na dieslu) kalkulowane na bazie cen hurtowych polskich rafinerii. A zdaniem Ministerstwa Finansów dwa miesiące po wprowadzeniu przepisów w życie popyt na paliwa z legalnych źródeł wzrósł o 14%. Podtrzymanie trendu będzie zależało głównie od determinacji służb kontrolnych.

Biorąc pod uwagę, z jednej strony słabsze marże na rynkach europejskich i erozję wyniku w upstreamie (względem bardzo udanego 1H'16), ale z drugiej lepsze warunki na rynku polskich, zakładamy, że skonsolidowana oczyszczona EBITDA LIFO będzie w 3Q'16 bardzo zbliżona do ubiegłorocznej, kiedy przekroczyła poziom 600 mln PLN (zakładamy ok. 500 mln PLN w downstreamie i ok. 100 mln PLN w upstreamie).

Prognozujemy, że w całym 2016 roku spółka może wypracować około 2,2 mld PLN skorygowanej EBITDA LIFO. Jeszcze na początku roku prognozy w konsensusie wynosiły 1,3-2,1 mld PLN. W 2017 roku spodziewamy się wyniku w okolicach 2,0 mld PLN ze względu na planowany przestój remontowy (przełom 1/2Q'17, raz na 4 lata). Natomiast w 2018 roku powinna pojawić się pełna kontrybucja do wyników złoża B8 (przy jednocześnie spadającym wydobyciu w Norwegii) oraz częściowa kontrybucja projektu EFRA. Zwracamy uwagę, że porównywanie wskaźników EV/EBITDA czy P/E w 2017 roku z grupą porównawczą może nie być miarodajne ze względu na duży CAPEX związany z EFRA (pełna kontrybucja do EBITDA dopiero w 2H'18), postój remontowy oraz wysoki księgowy podatek (wyksiegowanie tarczy podatkowej z Norwegii).

	2014	2015	2016P	2017P**	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	28 502	22 709	20 605	24 510	26 454	27 033
EBITDA raportowana [mln PLN]	-584	1 138	2 624	2 176	2 316	2 534
EBITDA LIFO [mln PLN]	378	1 417	2 526	2 015	2 274	2 534
EBITDA LIFO skoryg.* [mln PLN]	1 393	2 126	2 200	2 015	2 274	2 534
EBIT raportowany [mln PLN]	-1 393	423	1 673	1 325	1 407	1 575
Zysk netto raportowany [mln PLN]	-1 466	-263	804	633	857	1 051
Dług netto [mln PLN]	5 287	5 616	5 354	5 074	4 135	2 959
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
P/E	-	-	6,9	8,8	6,5	5,3
EV/EBITDA	-	9,8	4,2	4,9	4,2	3,4
EV/EBITDA LIFO	28,7	7,9	4,3	5,3	4,3	3,4
EV/EBITDA LIFO skoryg.*	7,8	5,3	5,0	5,3	4,3	3,4
EV/EBIT	-	26,4	6,5	8,0	6,9	5,4

*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]	33,2
Wycena porównawcza [PLN]	35,5
Wycena końcowa [PLN]	33,2
Potencjał do wzrostu / spadku	10,5%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	30,1
Kapitalizacja [mln PLN]	5 557,3
Ilość akcji [mln. szt.]	184,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	32,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	27,4
Stopa zwrotu za 3 mc	0,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	6,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	10,7%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	53,2%
ING OFE	5,7%
Pozostali	41,1%

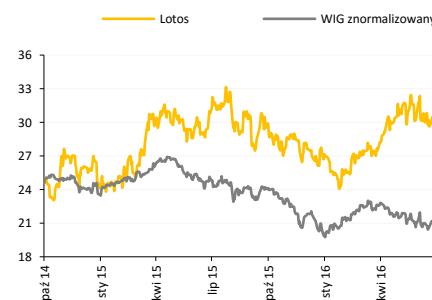
Krzysztof Pado

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 emisję z prawem 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
PROGNOZ WYNIKÓW	14
DANE FINANSOWE	19

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 28,1 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 5,1 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 33,2 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%	33,2
- Rafineria i detal		28,1
- Upstream		5,1
Wycena metodą porównawczą	0%	35,5
Wycena 1 akcji Lotosu [PLN]		33,2

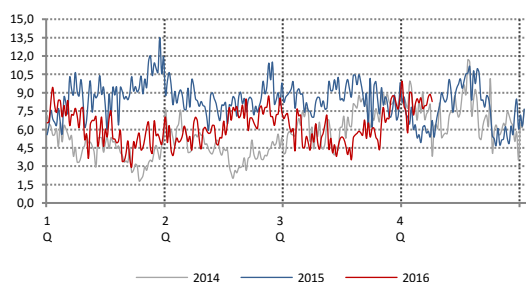
Źródło: BDM S.A.

Prognoza podstawowych danych

Podstawowe dane:	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Brent [usd/bbl]*	111,3	111,6	108,6	99,1	52,4	44,5	55,6	57,4	58,7	59,8	60,9	62,1	62,5	62,5	62,5
Ural [usd/bbl]	109,1	110,1	107,6	97,4	50,6	42,0	53,8	56,4	57,7	58,8	59,9	61,1	61,5	61,5	61,5
Dyferencjał [usd/bbl]	1,7	1,3	1,0	1,7	1,8	2,5	1,8	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	6,3	6,3	5,5	5,6	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4
Gaz NBP UK [usd/mmBTU]*	9,0	9,5	10,6	8,2	6,5	4,6	5,4	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
USD/PLN (średni)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,90	3,96	3,93	3,86	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
USD/PLN (eop)	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	3,90	3,96	3,93	3,86	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
Cena produktów [USD/t]:															
Benzyna	985	1 037	987	915	570	458	548	567	580	589	597	607	609	609	608
ON	964	985	943	862	506	410	513	527	537	546	554	563	566	566	566
COO	610	631	592	528	257	206	264	275	284	291	298	305	308	308	308
Marża na produktach [USD/t]:															
Benzyna	144	189	163	165	173	119	127	132	136	137	136	137	136	136	135
ON	124	138	120	112	110	71	92	92	93	93	93	93	94	94	94
COO	-231	-217	-232	-222	-140	-133	-157	-160	-161	-162	-163	-164	-165	-165	-165

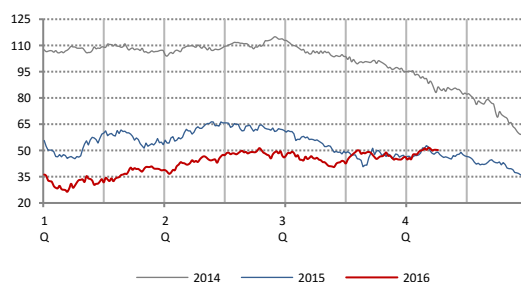
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *prognozy na bazie krzywej kontraktów forward

Lotus: modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, do końca 2015 ceny gazu wg taryfy, od 2016 wg TGE

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. Spadek oczyszczonego wyniku EBITDA LIFO w 2017 roku to efekt zakładanego generalnego przestój remontowego (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. Zmiana kapitału obrotowego w okresie rezydualnym = 0 mln PLN.
- 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 2015 roku.
- 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 podatkową 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 20 października 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość segmentu downstream, skorygowanego o dług netto całej spółki, na poziomie 5,2 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 28,1 PLN.

Model DCF dla działalności rafineryjnej i handlu

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	19 902	23 892	26 066	26 731	26 868	26 292	27 702	27 877	27 940	27 994
EBIT [mln PLN]*	1 662,6	1 081,9	1 153,4	1 347,0	1 324,3	1 168,1	1 310,9	1 265,9	1 266,2	1 252,0
EBIT LIFO [mln PLN]*	1 564,3	921,0	1 111,6	1 347,1	1 309,0	1 139,4	1 279,5	1 267,4	1 267,5	1 253,5
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]	315,9	205,6	219,1	255,9	251,6	221,9	249,1	240,5	240,6	237,9
NOPLAT [mln PLN]*	1 346,7	876,3	934,3	1 091,0	1 072,7	946,2	1 061,9	1 025,4	1 025,7	1 014,1
Amortyzacja [mln PLN]	474,3	456,9	554,7	640,9	637,8	634,1	629,4	624,9	620,4	621,6
CAPEX [mln PLN]	-1 278,1	-1 174,5	-687,3	-665,7	-673,0	-637,8	-634,1	-629,4	-622,4	-621,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-192,8	-38,3	-151,5	-79,0	8,5	88,9	-71,7	-103,4	-38,1	2,8
FCF [mln PLN]	350,2	120,4	650,2	987,2	1 045,9	1 031,3	985,5	917,5	985,6	1 016,8
DFCF [mln PLN]	345,0	109,8	548,1	767,5	748,5	678,0	594,2	506,5	497,3	468,5
Suma DFCF [mln PLN]	5 263,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	12 049,7		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	5 552,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	10 816,0									
Dług netto [mln PLN]	5 615,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	5 200,2									
Ilość akcji [mln szt.]	184,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	28,1									

*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	-11,0%	20,0%	9,1%	2,5%	0,5%	-2,1%	5,4%	0,6%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	270,3%	-34,9%	6,6%	16,8%	-1,7%	-11,8%	12,2%	-3,4%	0,0%	-1,1%
FCF zmiana r/r	-66,5%	-65,6%	440,2%	51,8%	5,9%	-1,4%	-4,4%	-6,9%	7,4%	3,2%
Marża EBITDA	10,7%	6,4%	6,6%	7,4%	7,3%	6,9%	7,0%	6,8%	6,8%	6,7%
Marża EBIT	8,4%	4,5%	4,4%	5,0%	4,9%	4,4%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża NOPLAT	6,8%	3,7%	3,6%	4,1%	4,0%	3,6%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%
CAPEX / Przychody	6,4%	4,9%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	269,4%	257,1%	123,9%	103,9%	105,5%	100,6%	100,7%	100,7%	100,3%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	1,0%	0,2%	0,6%	0,3%	0,0%	-0,3%	0,3%	0,4%	0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-7,8%	1,0%	7,0%	11,9%	-6,2%	15,4%	5,1%	59,1%	60,3%	-5,2%

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	67,0%	70,0%	74,3%	79,0%	82,7%	87,1%	91,0%	94,5%	98,1%	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	33,0%	30,0%	25,7%	21,0%	17,3%	12,9%	9,0%	5,5%	1,9%	0,0%
WACC	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%	8,6%	8,8%	9,0%	9,2%	9,4%	9,5%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	27,3	30,5	34,4	39,3	45,8	54,6	67,3	87,3	123,2
	0,8	24,6	27,4	30,8	35,0	40,4	47,7	57,8	73,1	98,4
	0,9	22,1	24,5	27,5	31,2	35,8	41,8	50,1	62,0	80,7
	1,0	19,8	22,0	24,6	27,8	31,7	36,8	43,6	53,1	67,4
	1,1	17,7	19,6	21,9	24,7	28,1	32,5	38,1	45,9	57,1
	1,2	15,8	17,5	19,5	22,0	24,9	28,7	33,4	39,8	48,8
	1,3	14,0	15,5	17,3	19,5	22,1	25,3	29,4	34,7	42,0

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%	45,2	51,6	60,1	71,9	89,5	118,5	174,9	334,1	3677,1
	2%	35,9	40,4	46,2	53,9	64,5	80,2	105,6	154,2	283,8
	3%	28,5	31,8	36,0	41,2	48,2	57,7	71,7	94,1	136,1
	4%	22,6	25,1	28,1	31,9	36,7	42,9	51,5	64,0	83,9
	5%	17,7	19,6	21,9	24,7	28,1	32,5	38,1	45,9	57,1
	6%	13,6	15,1	16,9	19,0	21,5	24,7	28,6	33,8	40,7
	7%	10,2	11,4	12,7	14,4	16,3	18,6	21,5	25,1	29,7

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

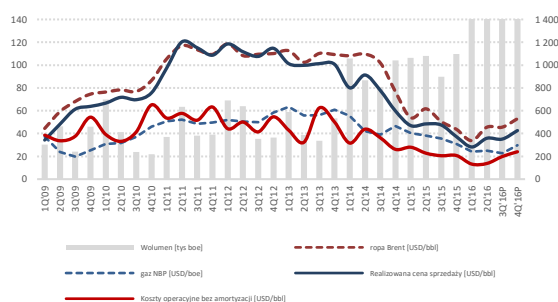
		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	1%	102,3	98,9	95,6	92,5	89,5	86,7	84,0	81,5	79,0
	2%	81,5	76,7	72,3	68,2	64,5	61,0	57,8	54,8	52,0
	3%	66,3	61,0	56,3	52,0	48,2	44,6	41,4	38,5	35,8
	4%	54,8	49,4	44,6	40,4	36,7	33,3	30,2	27,5	24,9
	5%	45,8	40,4	35,8	31,7	28,1	24,9	22,1	19,5	17,2
	6%	38,5	33,3	28,8	24,9	21,5	18,5	15,9	13,5	11,3
	7%	32,5	27,5	23,2	19,5	16,3	13,5	11,0	8,7	6,7

Źródło: BDM S.A.

WYCENA SEGMENTU WYDOBYWCZEGO (UPSTREAM)

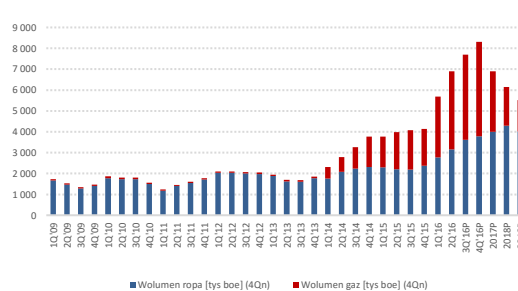
Dokonaliśmy czterech wycen cząstkowych segmentu wydobywczego: Norwegia (złoża produkcyjne w ramach aktywów Heimdal oraz Sleipner z uwzględnieniem rozliczenia aktywa podatkowego), Litwa (Geonafra), Polska (szelf Morza Bałtyckiego: złoża B3, B8). Ze względu na zbyt wiele niewiadomych w modelu nie uwzględniamy 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 wyższy 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 obciążenie 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 20 października 2016 roku.

Otrzymaliśmy wartość segmentu upstream na poziomie 0,94 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 5,1 PLN.

Segment wydobywczy – podsumowanie wyceny DCF

Podsumowanie	mln PLN	PLN/akcję
Norwegia	167,3	0,9
Litwa	65,5	0,4
Polska	705,0	3,8
suma	937,8	5,1

Źródło: DM BDM S.A.

Model DCF (segment wydobywczy)

Norwegia	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P					
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	722,1	618,0	387,4	302,1	223,8	140,8	56,0					
Wydobycie ropy [mln bbl]	1,7	1,3	0,8	0,6	0,4	0,3	0,1					
Wydobycie gazu [mln t]	672,9	443,2	272,4	215,3	162,5	101,6	40,0					
EBITDA [mln PLN]	414,3	363,1	229,7	180,3	133,8	83,6	33,0					
EBIT [mln PLN]	86,4	137,5	91,3	71,2	52,0	32,4	12,8					
Podatek od EBIT[mln PLN]	0,0	0,0	0,0	140,6	104,4	65,2	25,7					
NOPLAT [mln PLN]	86,4	137,5	91,3	-69,4	-52,4	-32,8	-12,9					
Amortyzacja [mln PLN]	327,9	225,6	138,4	109,0	81,8	51,2	20,2					
CAPEX [mln PLN]	-68,5	-54,3	-25,8	-21,1	-16,7	-10,5	-4,1					
FCF [mln PLN]	345,8	308,8	203,9	18,6	12,7	7,9	3,1					
DFCF [mln PLN]	339,5	276,9	167,0	13,9	8,7	4,9	1,8					
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%					
Suma DFCF [mln PLN]	812,8											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	645,5											
Wartość złóż [mln PLN]	167,3											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	0,9											

Litwa	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	71,0	94,2	96,6	96,9	97,7	99,4	101,4	102,0	102,0		102,0	13,2
Wydobycie ropy [mln bbl]	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4		0,4	0,1
EBITDA [mln PLN]	12,8	28,9	30,8	31,6	32,5	33,6	34,9	35,3	35,3		35,6	4,6
EBIT [mln PLN]	-16,2	2,7	4,9	6,2	7,4	9,0	10,7	11,5	11,8		14,2	4,6
Podatek od EBIT[mln PLN]	-2,4	0,4	0,7	0,9	1,1	1,3	1,6	1,7	1,8		2,1	0,7
NOPLAT [mln PLN]	-13,8	2,3	4,2	5,2	6,3	7,6	9,1	9,7	10,1		12,1	3,9
Amortyzacja [mln PLN]	29,0	26,3	25,9	25,4	25,0	24,6	24,3	23,9	23,5		21,4	0,0
CAPEX [mln PLN]	-11,6	-23,6	-23,3	-22,9	-22,5	-22,2	-21,8	-21,5	-21,1		-19,2	0,0
FCF [mln PLN]	3,6	4,9	6,8	7,8	8,8	10,1	11,5	12,1	12,4		14,2	3,9
DFCF [mln PLN]	3,6	4,4	5,5	5,8	6,0	6,3	6,5	6,3	5,9		3,9	1,0
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%		9,50%	9,50%
Suma DFCF [mln PLN]	79,6											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	14,1											
Wartość złóż [mln PLN]	65,5											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	0,4											

Polska	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	...	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	338,0	515,1	710,4	688,4	670,1	658,3	647,9	629,6	608,0	587,2		170,0
Wydobycie ropy/kondensatu [mln bbl]	1,9	2,3	3,1	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4		0,7
Wydobycie gazu [mln m3]	23,6	22,3	27,5	26,5	25,6	24,7	23,8	22,9	22,1	21,3		5,1
EBITDA [mln PLN]	144,5	240,2	341,9	328,8	315,8	314,1	313,5	304,6	292,3	280,4		75,7
EBIT [mln PLN]	30,5	103,1	157,1	150,3	143,4	147,6	152,7	149,3	142,3	135,5		33,8
Podatek od wydobycia węglowodorów [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	35,1	35,1	34,6	33,9	33,1	32,4		5,1
Podatek od EBIT[mln PLN]	5,8	19,6	29,8	28,5	27,3	28,1	29,0	28,4	27,0	25,8		6,4
NOPLAT [mln PLN]	24,7	83,5	127,2	121,7	81,1	84,5	89,1	87,0	82,1	77,4		22,3
Amortyzacja [mln PLN]	114,0	137,0	184,8	178,5	172,4	166,5	160,8	155,3	150,0	144,9		41,9
CAPEX [mln PLN]	-276,8	-137,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0		-27,7
FCF [mln PLN]	-138,1	83,5	212,1	200,2	153,5	151,0	149,9	142,3	132,1	122,3		36,5
DFCF [mln PLN]	-135,6	74,9	173,7	149,8	104,8	94,2	85,4	74,0	62,8	53,1		9,2
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]	896,9											
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	191,8											
Wartość złóż [mln PLN]	705,0											
Ilość akcji [mln szt.]	184,9											
Wartość na akcję [PLN]	3,8											

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 6,6 mld PLN mln PLN, co odpowiada 35,5 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.

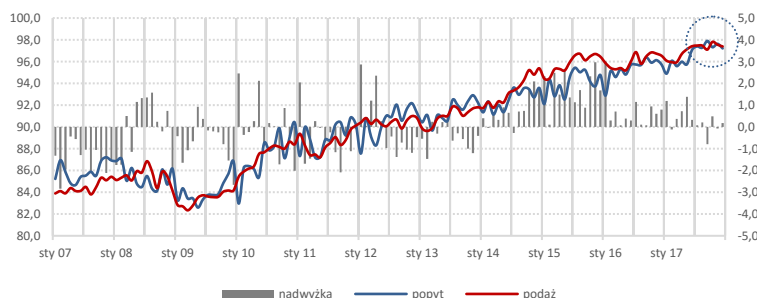
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Orlen	6,2	7,1	9,5	4,2	4,1	4,7
MOL	10,2	10,2	8,1	4,3	3,8	3,3
OMV	14,9	12,3	10,3	4,3	3,7	3,2
Tupras-Turkiye	9,6	7,9	7,7	7,9	6,5	6,3
Neste Oil	13,4	15,0	14,5	8,0	8,4	8,1
Mediana	10,2	10,2	9,5	4,3	4,1	4,7
Lotos (D/U)	6,9	8,8	6,5	4,2	4,9	4,2
Premia/dyskonto	-32,3%	-13,5%	-32,1%	-2,6%	18,2%	-11,6%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	44,4	34,7	44,2	31,7	21,2	37,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		41,1			29,9	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	35,5					

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

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA NA RYNKU ROPY

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

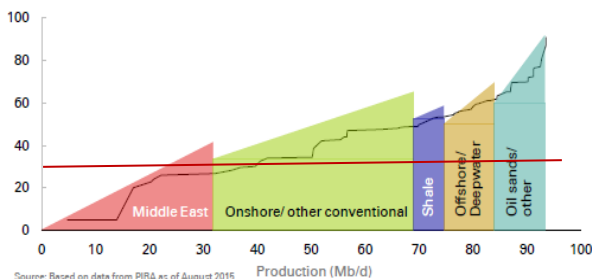


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]

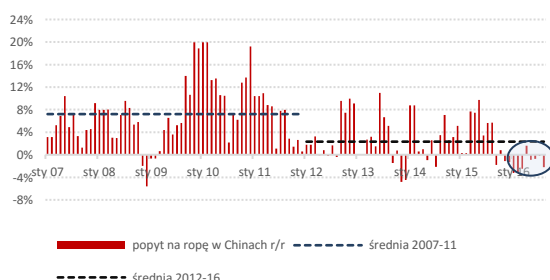


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, świat = skala prawa
Krzywa całkowitych kosztów produkcji ropy [USD/bbl]

\$/bbl, Brent equivalent



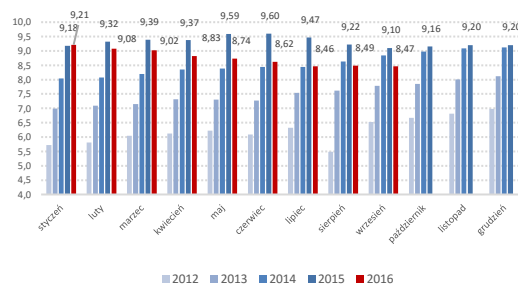
Źródło: BP: New Economics of Oil 13/10/2015
Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

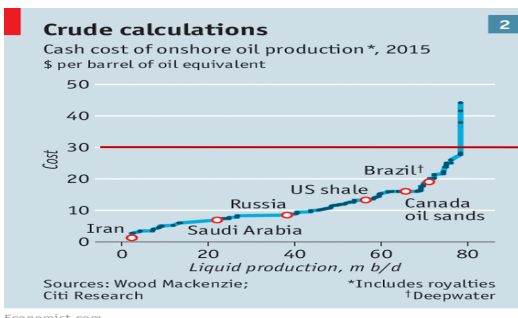
- Na początku 2016 roku cena ropy Brent spadła nawet poniżej 30 USD/bbl. Na przestrzeni kolejnych miesięcy rzeczywiste ograniczenie produkcji w USA oraz spekulacje o takich działaniach ze strony Rosji czy OPEC doprowadziły do wzrostu kursu powyżej 50 USD/bbl.
- Obecnie rynek jest mniej więcej zbilansowany pod względem popytu (systematyczny wzrost) i podaży (wspomniane wcześniej ograniczenie produkcji w USA, przy dalszych wzrostach w OPEC i Rosji).
- Pierwsze październikowe odczyt amerykańskiej produkcji ropy ze złóż niekonwencjonalnych wskazują na próby przełamania trendu spadkowego. Powoli zaczyna także rosnąć liczba aktywnych wiertni w USA.

Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



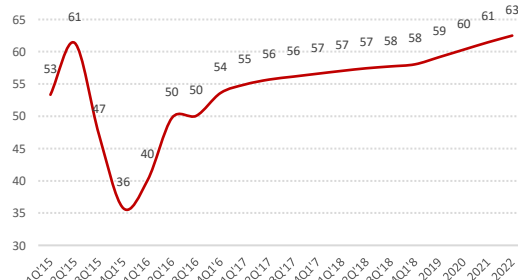
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Krzywa kosztów gotówkowych produkcji ropy [USD/bbl]



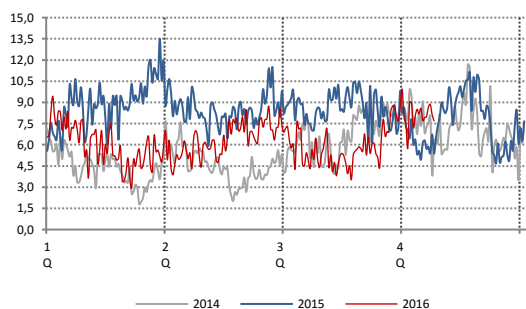
Źródło: The Economist: 23/01/2016, <http://www.economist.com/>

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



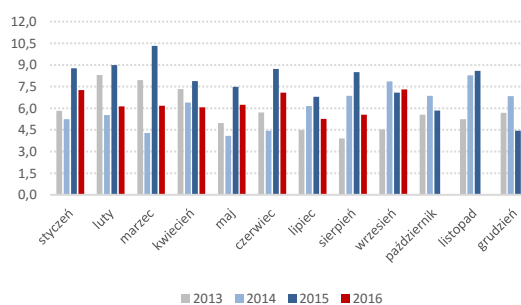
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *do końca 2015 ceny gazu wg taryfy, od 2016 wg TGE

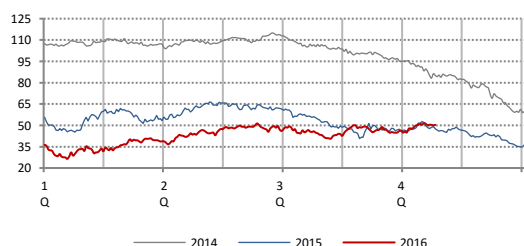
Modelowa marża rafineryjna Lotosu z dyferencjałem [USD/bbl]* - dane spółki



Źródło: BDM S.A., spółka, *od 2016 roku rynkowy koszt gazu (wcześniej 3 USD/bbl)

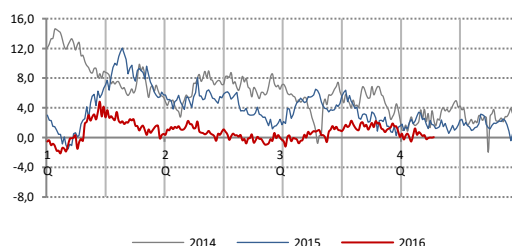
- Marża rafineryjna Lotosu w 3Q'16 (wg nowej kalkulacji - od 2016 roku dotychczasowy stały koszt zużycia gazu ziemnego na poziomie 3,0 USD/bbl przerobu zmieniono na wartość rynkową) wyniosła 6,0 USD/bbl vs 7,4 USD/bbl rok wcześniej (przy starej formule). Odczyt jest nieco niższy niż w 1 i 2Q'16 (po 6,5 USD/bbl). Zwracamy uwagę, że marża uwzględnia dyferencjał Brent-Ural, który wzrósł z 1,4 USD/bbl w 3Q'15 do 2,3 USD/bbl w 3Q'16. Marża na samych produktach jest więc wyraźnie słabsza (szczególnie na benzynie, ale też na dieslu, który ma największy udział w produkcji). Spółce nieznacznie pomógł kurs USD/PLN (3Q'16: 3,89 vs 3,77 rok wcześniej). Po przeliczeniu na PLN marża spadła z 27,9 PLN/bbl do 23,4 PLN/bbl (-16% r/r).
- Na przełomie 3/4Q'16 sytuacja na marżach zaczęła lekko się poprawiać. W przypadku Lotosu marża modelowa jest obecnie wyższa r/r. Zwracamy uwagę na spadek zapasów. Zarówno na benzynie, jak i na dieslu są one obecnie niższe r/r w portach ARA. Także wskaźnik zapasy/popyt dla benzyny w USA spadł poniżej ubiegłorocznego, co często jest pozytywnym sygnałem dla marży przerobowej.
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) jest obecnie na dość niskich poziomach, korzystniejszych jeżeli spojrzeć r/r. Na bardzo dobrych poziomach w okolicy 3 USD utrzymuje się kluczowy dla polskich spółek dyferencjał Brent – Ural (w czym pomaga pojawienie się podaży ciężkiej ropy z Bliskiego Wschodu oraz wyższe r/r przestoje w rosyjskich rafineriach).
- Ceny gazu na rynkach europejskich ostatnio wyraźnie odbiły, rynek może grać m.in. pod mroźniejszą niż ubiegłoroczną zimą, po dość chłodnym początku jesieni.
- Zwracamy uwagę na wzrost premii lądowych (marż hurtowych) na rynku polskim po wprowadzeniu pakietu paliwowego w sierpniu. Szczególnie dotyczy to diesla, który bardziej eksponowany jest na nielegalny handel (zakupy hurtowe dla transportu). Nasze kalkulacje premii lądowej na wykresach na kolejnej stronie mają charakter orientacyjny (cennik hurtowy netto ze strony PKN Orlen minus cena hurtowa w Europie), nie uwzględniają m.in. rabatów, ale historycznie dość dobrze oddawały trendy na rynku.

Brent [USD/bbl] – r/r



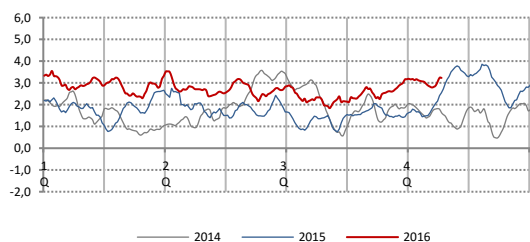
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r

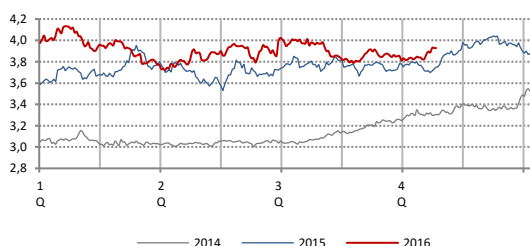


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

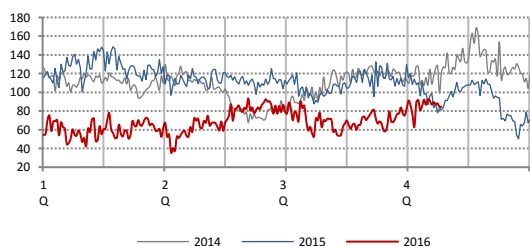
Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl, średnia 5-dni] r/r



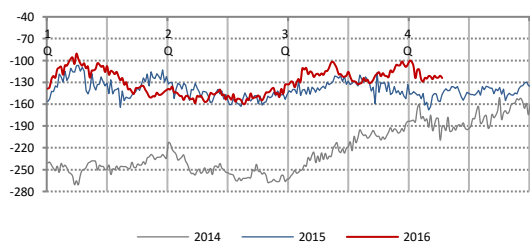
Źródło: BDM S.A., Neste Oil
USD/PLN



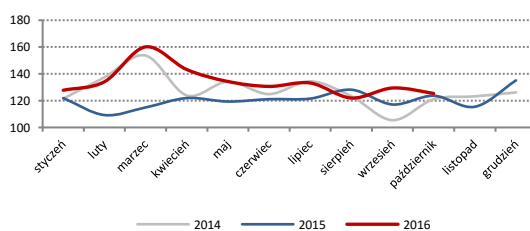
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Diesel marża [USD/t] r/r



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

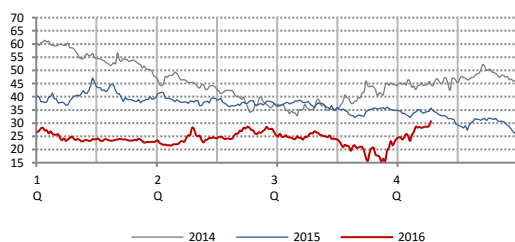


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna – premia łądowa w Polsce [USD/t]

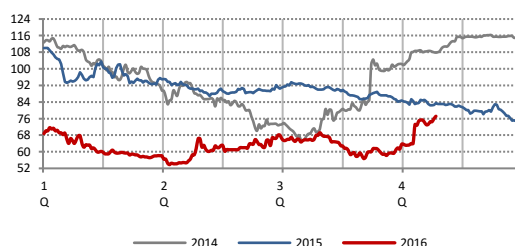


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

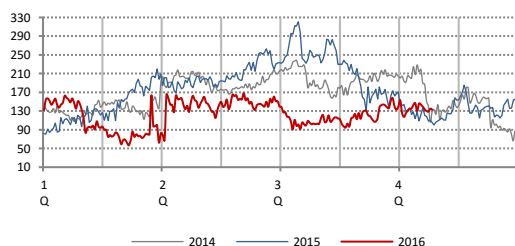
Cena gazu NBP UK [USD/boe]



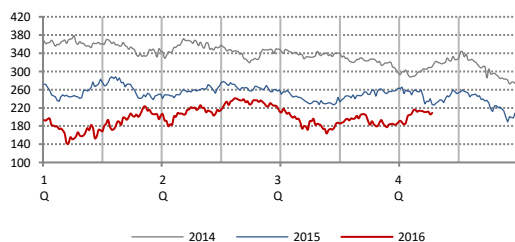
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]



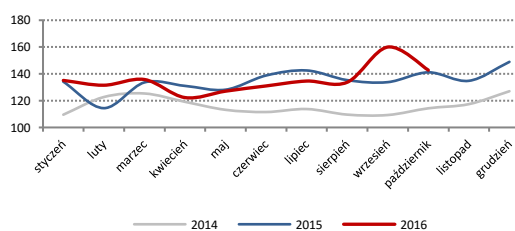
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna marża [USD/t] r/r



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

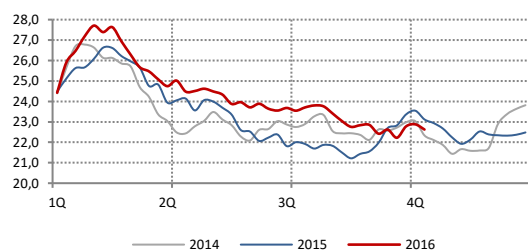


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
ON – premia łądowa w Polsce [USD/t]

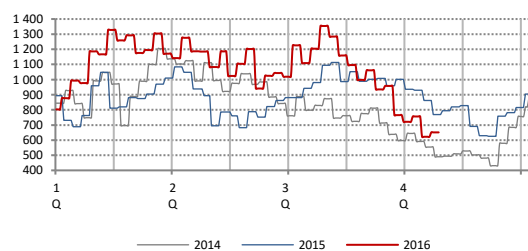


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]

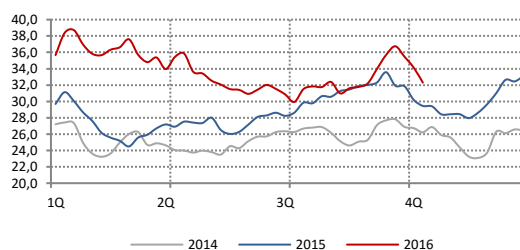


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Zapasy benzyny w portach ARA [tys t]

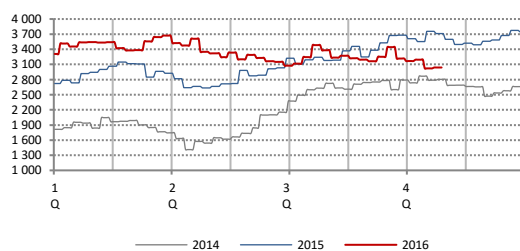


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ON – zapasy/popyt USA [dni]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Zapasy diesla w portach ARA [tys t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

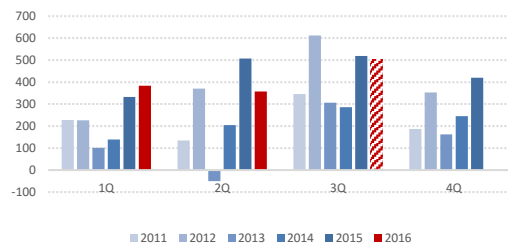
PROGNOZ WYNIKÓW

Prognozy wyników na 3Q'2016

	3Q'15	3Q'16P	zmiana r/r	1-3Q'15	1-3Q'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	5 710,4	5 674,2	-0,6%	17 483,7	14 579,1	-16,6%	22 709,4	20 605,0	-9,3%	24 509,8	19,0%
EBITDA	82,4	610,2	640,2%	1 283,2	1 820,7	41,9%	1 138,0	2 623,8	130,6%	2 176,1	-17,1%
EBITDA LIFO	400,4	610,2	52,4%	1 555,6	2 000,7	28,6%	1 416,6	2 525,6	78,3%	2 015,3	-20,2%
EBITDA LIFO skoryg*	616,0	598,2	-2,9%	1 653,6	1 669,0	0,9%	2 126,4	2 199,6	3,4%	2 015,3	-8,4%
EBIT	-93,6	397,5	-	742,8	1 085,9	46,2%	423,4	1 673,3	295,2%	1 325,2	-20,8%
EBIT LIFO	224,4	397,5	77,1%	1 015,2	1 265,9	24,7%	702,0	1 575,1	124,4%	1 164,3	-26,1%
EBIT LIFO skoryg*	440,0	385,6	-12,4%	1 113,3	934,2	-16,1%	1 411,8	1 249,2	-11,5%	1 164,3	-6,8%
Zysk (strata) brutto	-264,9	387,9	-	221,3	972,9	339,6%	-195,3	1 394,6	-	1 077,8	-22,7%
Zysk (strata) netto	-249,2	277,4	-	128,1	609,2	375,8%	-263,3	803,7	-	632,7	-21,3%
Marża EBITDA	1,4%	10,8%		7,3%	12,5%		5,0%	12,7%		8,9%	
Marża EBITDA LIFO	7,0%	10,8%		8,9%	13,7%		6,2%	12,3%		8,2%	
Marża EBITDA LIFO skoryg.	10,8%	10,5%		9,5%	11,4%		9,4%	10,7%		8,2%	
Marża EBIT	-1,6%	7,0%		4,2%	7,4%		1,9%	8,1%		5,4%	
Marża zysku netto	-4,4%	4,9%		0,7%	4,2%		-1,2%	3,9%		2,6%	

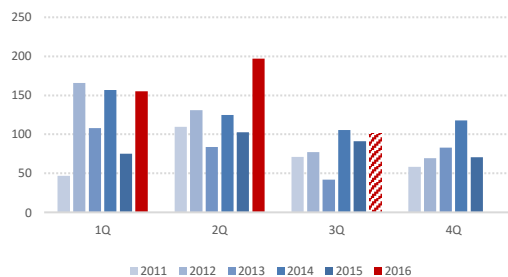
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO i operacyjne różnice kursowe a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (odpisy wg MSR2, rozpoznanie wyniku na „tańszych” warstwach ropy itp)

Downstream EBITDA LIFO skorygowana* [mln PLN]



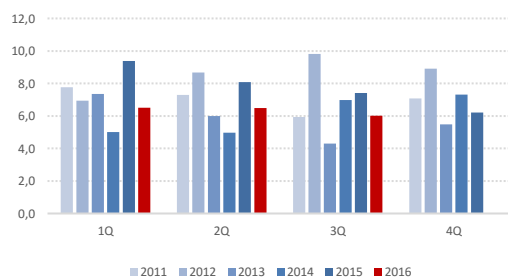
Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO, różnice kursowe oraz przeszacowania zapasów oraz rozpoznanie „tanich” warstw ropy ujęte w wyniku LIFO

Upstream EBITDA skorygowana* [mln PLN]



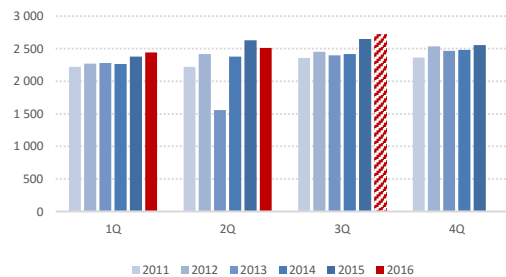
Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO

Rafineria – marża modelowa [USD/bbl]



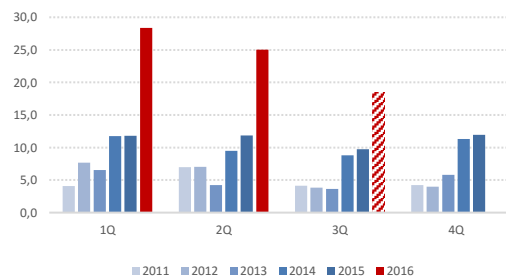
Źródło: BDM S.A., spółka, do 4Q'11 szacunki własne

Przerób ropy kwartalnie [tys ton]



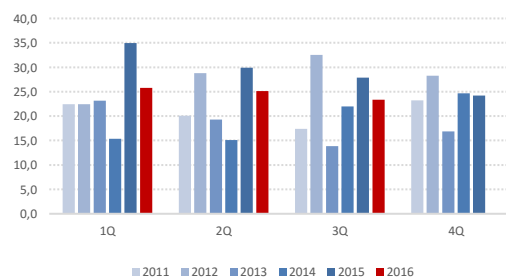
Źródło: BDM S.A., spółka

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



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

Rafineria – marża modelowa [PLN/bbl]



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

Prognoza wyników na 3Q'16:

- Marża rafineryjna Lotosu w 3Q'16 (wg nowej kalkulacji - od 2016 roku dotychczasowy stały koszt zużycia gazu ziemnego na poziomie 3,0 USD/bbl przerobu zmieniono na wartość rynkową) wyniosła 6,0 USD/bbl vs 7,4 USD/bbl rok wcześniej (przy starej formule). Odczyt jest nieco niższy niż w 1 i 2Q'16 (po 6,5 USD/bbl). Zwracamy uwagę, że marża uwzględnia dyferencjał Brent-Ural, który wzrósł z 1,4 USD/bbl w 3Q'15 do 2,3 USD/bbl w 3Q'16. Marża na samych produktach jest więc wyraźnie słabsza (szczególnie na benzynie, ale też na dieslu, który ma największy udział w produkcji). Spółce nieznacznie pomógł kurs USD/PLN (3Q'16: 3,89 vs 3,77 rok wcześniej). Po przeliczeniu na PLN marża spadła z 27,9 PLN/bbl do 23,4 PLN/bbl (-16% r/r).
- Zakładamy, że skonsolidowana oczyszczona EBITDA LIFO (bez salda pozostałej działalności operacyjnej, operacyjnych różnic kursowych oraz odpisów na zapasach wg MSR2) będzie jedynie minimalnie słabsza od ubiegłorocznej, ze względu na zamortyzowanie ubytku wynikającego z marży modelowej przez bardzo dobrze wyglądający rynek polski po wprowadzeniu pakietu paliwowego (wzrost popytu i premii ładowych). Zakładamy, że wyniesie ona ok 0,60 mld PLN (vs 0,62 mld PLN w 3Q'15).
- W wydobywaniu zakładamy, że tak dobrego wyniku jak w 2Q'16 nie uda się powtórzyć ze względu na schyłkowy profil złóż norweskich (dodatkowo 3Q' to sezonowo okres postojów w Norwegii) oraz niższe ceny gazu q/q. Spodziewamy się wyniku na poziomie ok. 100 mln PLN EBITDA (3Q'15: 91 mln PLN, 2Q'16: 197 mln PLN). W rezultatach nie zakładamy odpisów.
- W segmencie rafineryjnym spodziewamy się wypracowania ok. 0,45 mld PLN EBITDA LIFO (0,47 mld PLN w 3Q'15). Wynik raportowany lekko mogą podbić operacyjne różnice kursowe. Poprawy oczekujemy w detalu (zakładamy wynik EBITDA >50 mln PLN).
- W wynikach nie zakładamy pojawienia się one-offy z tytułu odwrócenie odpisów na zapasach lub wykorzystanie "tanich" warstw ropy.
- Efekt LIFO według naszych kalkulacji będzie miał neutralny wpływ na wyniki.
- Dla porównania wynik raportowany w 3Q'15 był obciążony negatywnie przez odpis na VAT na 161 mln PLN. Dodatkowo zaraportowany wpływ wyceny zapasów był ujemny na -318 mln PLN.
- Na saldzie finansowym spodziewamy się neutralnego wyniku (koszty finansowe zostaną zrekomensowane przez dodatnie różnice kursowe). W podatku uwzględniamy wysoką raportowaną stopę z Norwegii (niegotówkową, wynikająca z rozliczenia aktywa podatkowego).

Perspektywy na kolejne okresy

- W ostatnim wywiadzie prasowym prezes Lotosu zapowiedział publikację strategii na przełomie XI/XII'2016. Spółka ma postawić m.in. na inwestycje w sektorze wydobywczym. Prezes jest otwarty na temat współpracy operacyjnej z PKN Orlen oraz wypłatę dywidendy.
- W modelu zakładamy, że w 2017 roku, po bardzo słabym, okresie 2016 roku, modelowa marża rafineryjna z dyferencjałem wzrośnie do 6,3 USD/bbl (vs 6,1 USD/bbl w 2015). Sam dyferencjał zakładamy dość konserwatywnie na poziomie 1,8 USD/bbl (vs 2,5 USD/bbl w 2015).
- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom ok. 62-63 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 2016 rok wyniesie według naszych prognoz około 2,2 mld PLN. W 2017 roku zakładamy spadek do 2,0 mld PLN. Spodziewamy się nieco lepszego r/r wyniku w upstreamie (wyższe średnie ceny ropy i gazu oraz utrzymanie dyscypliny kosztowej powinny naszym zdaniem zrekomensować ubytki produkcji w Norwegii) i detalu (ograniczenie szarej strefy, efekt „dojrzewania” sieci), ale słabszego w produkcji ze względu na planowany ponad 1-miesięczny postój remontowy.
- Obecny konsensus Bloomberg na poziomie EBITDA'16 wynosi 2,1 mld PLN – trudno nam określić czy chodzi to o wynik raportowany czy oczyszczony. Na 2017 rok konsensus to 2,0 mld PLN.
- 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) i gazu. Spółka obecnie jednak w większym stopniu jest wystawiona na ekspozycję na ceny ropy/gazu w upstreamie, przy czym w zależności od poziomu wydobywania zmienia się to w czasie.
- Na 2017 rok w naszym modelu założony jest przestój remontowy rafinerii. Od 2017 roku uwzględniamy działanie instalacji WOW a od połowy 2018 działanie instalacji DCU, co drastycznie zmienia strukturę uzysków (spadek ciężkich frakcji, w zamian powstaje diesel, koks oraz inne produkty). Pod koniec 2017 roku przyjmujemy komercyjną eksploatację złoża B8 (spodziewana produkcja 2,0-2,2 mln bbl rocznie w pierwszych latach produkcji, obecnie prowadzona jest produkcja testowa 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 wydobywania ze złóż norweskich.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2016-2018 rok [mln PLN]

	2015P	2015		2016P	2016P		2017P	2017P		2018P	2018P	
	poprzednio*	raportowane	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	22 685	22 709	0,1%	17 883	20 605	15,2%	19 858	24 510	23,4%	22 004	26 454	20,2%
EBITDA	1 229	1 138	-7,4%	1 867	2 624	40,5%	1 737	2 176	25,3%	2 002	2 316	15,7%
EBITDA LIFO	1 527	1 417	-7,2%	1 738	2 526	45,3%	1 620	2 015	24,4%	1 935	2 274	17,5%
EBITDA LIFO skoryg.	2 056	2 126	3,4%	1 739	2 200	26,5%	1 620	2 015	24,4%	1 935	2 274	17,5%
EBIT	511	423	-17,1%	968	1 673	72,9%	969	1 325	36,8%	1 249	1 407	12,6%
Zysk (strata) brutto	-139	-195	40,5%	745	1 395	87,2%	809	1 078	33,2%	1 133	1 245	9,8%
Zysk (strata) netto	-211	-263	24,8%	338	804	137,8%	508	633	24,5%	820	857	4,5%
Marża EBITDA	5,4%	5,0%		10,4%	12,7%		8,7%	8,9%		9,1%	8,8%	
Marża EBIT	2,3%	1,9%		5,4%	8,1%		4,9%	5,4%		5,7%	5,3%	
Marża zysku netto	-0,9%	-1,2%		1,9%	3,9%		2,6%	2,6%		3,7%	3,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja 15.02.2016

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2016 kons	2016 BDM	odchyl.	2017 kons	2017 BDM	odchyl.	2018 kons	2018 BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	19 680	20 605	4,7%	23 873	24 510	2,7%	26 023	26 454	19 680
EBITDA	2 140	2 624	22,6%	2 037	2 176	6,8%	2 191	2 316	2 140
EBITDA LIFO skoryg.	-	2 200	-	-	2 015	-	-	2 274	-
EBIT	1 168	1 673	43,3%	1 092	1 325	21,4%	1 193	1 407	1 168
Zysk netto	691	804	16,3%	629	633	0,5%	708	857	691
Dług netto	5 702	5 354	-6,1%	5 898	5 074	-14,0%	5 677	4 135	5 702
Amortyzacja	972	950	-2,2%	946	851	-10,0%	998	909	972

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

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mld PLN]

Data rekomendacji	2016P	2017P	2018P
2016-10-18	2,02	1,97	2,12
2016-10-12	2,43	2,04	2,08
2016-10-07	2,24	2,16	-
2016-09-12	2,28	2,14	2,35
2016-09-06	2,00	2,09	-
2016-09-04	2,12	2,02	2,24
2016-08-01	1,88	1,84	-

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Proгноza na 3Q'16-4Q'16 [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16P	4Q'16P
Dated Brent FOB	108,2	109,7	102,0	76,6	53,9	61,7	50,4	43,7	33,8	45,6	45,6	53,0
Ural CIF Rotterdam	106,8	107,5	100,2	75,1	52,1	60,2	49,0	41,0	31,1	43,0	43,2	50,7
Dyferencjał Brent - Ural	1,4	2,2	1,8	1,5	1,8	1,4	1,4	2,7	2,7	2,6	2,3	2,3
Modelowa marża rafinerijna*	5,0	5,0	7,0	7,3	9,4	8,1	7,4	6,2	6,5	6,5	6,0	6,1
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	3,8	4,0	3,9	3,9
Przerób ropy [tys t]	2 267	2 379	2 417	2 482	2 379	2 628	2 651	2 555	2 444	2 513	2 716	2 548
Sprzedaż produktów [tys t]	2 436	2 448	2 576	2 643	2 438	2 824	2 745	2 674	2 428	2 641	2 753	2 706
Wydobycie ropy [tys t]	81,9	67,1	78,3	77,9	77,7	74,7	72,1	95,0	148,5	134,6	123,6	123,3
Sprzedaż ropy [tys t]	73,5	89,2	60,4	75,8	72,3	76,8	58,8	101,0	123,8	125,7	123,6	123,3
Wydobycie gazu [mln m3]	80,1	28,9	56,1	74,1	74,8	83,0	76,6	72,8	236,3	214,5	123,8	121,9
Sprzedaż gazu [mln m3]	78,3	28,0	54,2	72,6	80,4	77,7	70,8	50,5	263,5	212,5	122,5	120,5
Sieć stacji [szt]	426	430	432	441	445	449	459	476	477	478	480	482
Przychody	7 177	7 199	7 550	6 576	5 132	6 642	5 710	5 226	3 936	4 969	5 674	6 026
Wydobycie	259	240	198	209	186	194	160	159	291	320	231	283
Rafineria	5 679	5 649	5 885	5 070	3 824	4 995	4 075	3 704	2 489	3 284	3 955	4 261
Detal	1 369	1 509	1 595	1 401	1 205	1 550	1 540	1 476	1 242	1 473	1 591	1 606
Inne/korekty	-130	-199	-129	-105	-84	-97	-64	-113	-86	-108	-104	-125
EBIT	17,3	-415,0	79,6	-1 074,9	267,7	568,7	-93,6	-319,4	137,8	550,6	397,5	587,4
Wydobycie	57,6	-483,3	-46,9	-151,5	12,3	33,5	15,2	-118,4	7,5	-24,3	4,7	29,0
Rafineria	-35,0	89,9	69,3	-916,6	196,9	537,3	-138,5	-187,0	119,1	569,0	362,3	566,0
efekt LIFO	-56,0	9,5	-52,3	-863,3	-15,0	60,6	-318,0	-6,2	-192,0	12,0	0,0	278,2
Rafineria LIFO	21,0	80,4	121,6	-53,3	211,9	476,7	179,5	-180,8	311,1	557,0	362,3	287,8
Rafineria LIFO ex/FX	22,2	84,6	147,9	-19,9	255,2	439,2	172,9	-191,1	308,8	549,6	350,4	293,6
Detal	3,4	2,7	23,3	-11,5	6,2	10,3	32,0	-8,2	3,0	15,2	35,5	-7,6
Inne/korekty	-8,7	-24,3	33,9	4,7	52,3	-12,4	-2,3	-5,8	8,2	-9,3	-5,0	0,0
Operacyjne różnice kursowe (FX)	-1,2	-4,2	-26,3	-33,4	-43,3	37,5	6,6	10,3	2,3	7,4	12,0	-5,8
EBIT LIFO	73,3	-424,5	131,9	-211,6	282,7	508,1	224,4	-313,2	329,8	538,6	397,5	309,2
EBIT LIFO ex/FX	74,5	-420,3	158,2	-178,2	326,0	470,6	217,8	-323,5	327,5	531,2	385,6	315,0
marża	1,0%	-5,8%	2,1%	-2,7%	6,4%	7,1%	3,8%	-6,2%	8,3%	10,7%	6,8%	5,2%
zdarzenia jednorazowe	4,3	-558,3	-66,7	-329,5	60,2	63,1	-222,2	-622,1	54,5	255,6	0,0	0,0
EBIT LIFO ex/FX adj***	70,2	138,0	224,9	151,3	265,8	407,5	440,0	298,6	273,0	275,6	385,6	315,0
marża	1,0%	1,9%	3,0%	2,3%	5,2%	6,1%	7,7%	5,7%	6,9%	5,5%	6,8%	5,2%
Amortyzacja	214,3	172,6	203,9	218,1	177,8	186,5	176,0	174,2	262,5	259,7	212,6	215,7
EBITDA	231,6	-242,4	283,5	-856,8	445,5	755,2	82,4	-145,2	400,3	810,3	610,2	803,0
EBITDA LIFO ex/FX adj***	284,5	310,6	428,8	369,4	443,6	594,0	616,0	472,8	535,5	535,3	598,2	530,6
marża	4,0%	4,3%	5,7%	5,6%	8,6%	8,9%	10,8%	9,0%	13,6%	10,8%	10,5%	8,8%
Wydobycie	156,6	124,9	105,7	117,8	75,1	102,6	91,0	70,5	155,0	197,0	100,6	123,5
Produkcja	121,7	187,6	245,7	225,8	312,0	480,6	470,8	404,1	362,9	324,8	448,4	395,7
Detal	17,6	17,0	39,8	20,1	20,7	27,0	48,2	16,3	19,9	32,6	53,0	9,9
Inne/korekty	-11,4	-18,9	37,6	5,7	35,8	-16,2	6,0	-18,1	-2,3	-19,1	-3,7	1,5
Działalność finansowa	-38,1	-90,8	-175,1	-402,3	-377,0	27,8	-171,2	-67,2	46,8	-151,5	-9,7	-164,5
Jednostki stowarzyszone	-0,3	-0,1	1,5	-25,4	-0,7	-0,2	-0,2	-30,0	0,5	0,8	0,0	-1,3
Podatek	11,3	-383,4	-59,0	-226,2	-8,6	117,6	-15,7	-25,2	79,1	174,1	110,5	227,3
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	-391,3	106,0	225,9	277,4	194,3
Dług netto**	5 996	6 019	6 101	5 287	5 715	6 122	5 857	5 616	5 353	5 803	5 576	5 354
Dług netto/EBITDA adj	6,3	4,9	4,8	3,8	3,7	3,3	2,9	2,6	2,4	2,7	2,6	2,4

Źródło: BDM S.A., spółka (dane historyczne na bazie plików databook), ** wg benchmarku spółki, od 2016 roku kalkulacja wg notowań rynkowych gazu (spółka przyjmowała wcześniej stały koszt gazu 3 USD/bbl), ** 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	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Dated Brent FOB	108,6	99,1	52,4	44,5	55,6	57,4	58,7	59,8	60,9	62,1	62,5	62,5	62,5
Ural CIF Rotterdam	107,6	97,4	50,6	42,0	53,8	56,4	57,7	58,8	59,9	61,1	61,5	61,5	61,5
Dyferencjał Brent - Ural	1,0	1,7	1,8	2,5	1,8	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	6,1	6,3	5,5	5,6	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4
USD/PLN średni	3,2	3,2	3,8	3,9	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
USD/PLN [eop]	3,0	3,5	3,9	3,9	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Przerób ropy [tys t]	8 703	9 544	10 213	10 221	9 439	10 228	10 203	10 185	9 430	10 198	10 203	10 208	10 213
Wykorzystanie mocy	83,9%	90,9%	97,5%	98,4%	90,3%	97,6%	97,4%	97,2%	90,2%	97,4%	97,4%	97,5%	97,5%
Produkcja: [tys t]													
Diesel/Jet/LOO	5 032	5 399	5 400	5 336	4 911	5 729	6 154	6 154	5 707	6 156	6 156	6 156	6 156
Benzyna	1 348	1 420	1 495	1 505	1 358	1 473	1 473	1 473	1 358	1 473	1 473	1 473	1 473
COO/Asfalty	1 712	1 921	2 154	2 080	1 887	1 235	412	412	374	412	412	412	412
Inne	1 405	1 641	1 768	1 769	1 724	1 955	2 051	2 051	1 901	2 052	2 052	2 052	2 052
Wydobycie ropy [tys t]	219,4	305,2	319,5	530,0	520,7	555,4	520,5	482,5	448,1	414,0	387,9	376,5	365,5
Wydobycie gazu [mln m3]	16,8	239,2	307,2	696,5	465,5	299,9	241,9	188,1	126,2	63,8	22,9	22,1	21,3
Sieć stacji [szt]	439	441	476	482	490	498	506	514	522	530	538	546	554
Przychody	28 559	28 502	22 710	20 605	24 510	26 454	27 033	27 092	26 433	27 843	27 877	27 940	27 994
Wydobycie	586	906	699	1 125	1 227	1 194	1 087	992	899	890	732	710	689
Rafineria	22 781	22 283	16 599	13 990	17 188	19 092	19 566	19 488	18 656	19 795	19 734	19 573	19 400
Detal	5 806	5 875	5 771	5 913	6 704	6 974	7 165	7 380	7 636	7 907	8 143	8 368	8 594
Inne/korekty	-614	-562	-359	-423	-609	-807	-785	-768	-758	-749	-732	-710	-689
EBIT	166,6	-1 393,0	423,4	1 673,3	1 325,2	1 406,7	1 574,6	1 527,1	1 357,1	1 487,1	1 426,7	1 420,4	1 399,7
Wydobycie	174,0	-624,1	-57,4	16,9	243,3	253,3	227,7	202,8	189,0	176,2	160,8	154,1	147,7
Rafineria	38,0	-792,4	408,7	1 616,4	1 018,1	1 081,9	1 272,6	1 246,7	1 086,5	1 224,8	1 176,1	1 173,0	1 155,2
efekt LIFO	-376,6	-962,1	-278,6	98,2	160,9	41,8	-0,2	15,3	28,7	31,5	-1,5	-1,2	-1,5
Rafineria LIFO	414,6	169,7	687,3	1 518,2	857,2	1 040,1	1 272,8	1 231,4	1 057,8	1 193,4	1 177,6	1 174,2	1 156,7
Rafineria LIFO ex/FX	338,0	234,8	676,2	1 502,4	857,2	1 040,1	1 272,8	1 231,4	1 057,8	1 193,4	1 177,6	1 174,2	1 156,7
Detal	-24,1	17,9	40,3	46,1	63,8	71,5	74,3	77,6	81,7	86,1	89,8	93,3	96,8
Inne/korekty	-21,3	5,6	31,8	-6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO	543,2	-430,9	702,0	1 575,1	1 164,3	1 364,9	1 574,8	1 511,8	1 328,4	1 455,7	1 428,2	1 421,6	1 401,3
EBIT LIFO ex/FX	466,6	-365,8	690,9	1 559,3	1 164,3	1 364,9	1 574,8	1 511,8	1 328,4	1 455,7	1 428,2	1 421,6	1 401,3
marża	1,6%	-1,3%	3,0%	7,6%	4,8%	5,2%	5,8%	5,6%	5,0%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%
zdarzenia jednorazowe	294,5	-950,2	-721,1	310,1	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	1 412,0	1 249,2	1 164,3	1 364,9	1 574,8	1 511,8	1 328,4	1 455,7	1 428,2	1 421,6	1 401,3
marża	0,6%	2,1%	6,2%	6,1%	4,8%	5,2%	5,8%	5,6%	5,0%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%
Amortyzacja	642,5	808,9	714,6	950,5	851,0	909,0	959,1	922,3	881,5	839,8	809,3	799,1	789,3
EBITDA	809,1	-584,1	1 138,0	2 623,8	2 176,1	2 315,7	2 533,7	2 449,4	2 238,7	2 326,9	2 236,0	2 219,5	2 189,0
EBITDA LIFO ex/FX adj**	814,6	1 393,3	2 126,5	2 199,6	2 015,3	2 274,0	2 533,9	2 434,1	2 210,0	2 295,5	2 237,5	2 220,7	2 190,6
marża	2,9%	4,9%	9,4%	10,7%	8,2%	8,6%	9,4%	9,0%	8,4%	8,2%	8,0%	7,9%	7,8%
Wydobycie	316,6	505,0	339,2	576,0	632,2	602,4	540,6	482,1	431,3	381,4	340,0	327,6	315,7
Produkcja	475,8	780,8	1 667,5	1 531,8	1 243,2	1 522,8	1 840,5	1 794,8	1 616,3	1 746,1	1 724,7	1 715,6	1 698,1
Detal	44,1	94,5	112,2	115,4	134,7	143,6	147,6	152,0	157,2	162,8	167,7	172,3	177,0
Inne/korekty	-21,9	13,0	7,6	-23,6	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	-0,3
Działalność finansowa	-207,1	-706,2	-587,6	-278,7	-247,3	-162,1	-107,3	-103,5	-100,0	-71,4	-48,1	-24,5	-4,6
Jednostki stowarzyszone	-18,1	-24,5	-31,1	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	68,0	590,9	445,2	387,5	416,1	365,8	331,6	325,7	296,6	299,9	298,9
Zyski mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	39,4	-1 466,3	-263,3	803,7	632,7	857,0	1 051,3	1 057,8	925,5	1 090,0	1 082,0	1 095,9	1 096,1
Dług netto	5 686	5 287	5 616	5 354	5 074	4 135	2 959	2 292	1 710	1 071	574	-3	-605
Dług netto/EBITDA adj**	7,0	3,8	2,6	2,4	2,5	1,8	1,2	0,9	0,8	0,5	0,3	0,0	-0,3

Źródło: BDM S.A. *wg benchmarku spółki, od 2016 roku kalkulacja wg notowań rynkowych gazu, **wynik oczyszczony o LIFO, operacyjny różnice kursowe, saldo PPO/PKO, zysku na tańszych warstwach ropy w 2013, odpis (i odwrócenia) z tytułu przeszacowania zapasów

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	11 981	11 792	12 446	12 808	13 063	12 919	12 770	12 660	12 549	12 469	12 411	12 355	12 308
Wartości niematerialne i prawne	705	600	664	651	640	628	616	605	594	583	572	562	551
Rzeczowe aktywa trwałe	10 009	9 486	10 568	11 266	11 816	11 755	11 617	11 519	11 418	11 350	11 302	11 257	11 221
Pozostałe aktywa trwałe	1 266	1 706	1 213	890	607	536	536	536	536	536	536	536	536
Aktywa obrotowe	8 304	7 155	6 723	7 205	7 097	7 417	7 781	7 632	7 201	7 174	7 123	7 057	7 276
Zapasy	5 729	3 917	3 236	3 585	3 714	3 747	3 786	3 782	3 769	3 764	3 902	3 954	3 941
Należności krótkoterminowe	1 668	1 466	1 563	1 835	1 868	2 039	2 091	2 101	2 056	2 166	2 180	2 185	2 189
Inwestycje krótkoterminowe	907	1 772	1 925	1 784	1 514	1 631	1 905	1 749	1 376	1 243	1 041	918	1 146
-środki pieniężne i ekwiwalenty	525	1 377	1 384	1 243	974	1 090	1 364	1 208	835	702	500	377	605
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	20 285	18 947	19 169	20 012	20 160	20 336	20 551	20 292	19 750	19 643	19 534	19 412	19 585
Kapitał (fundusz) własny	9 190	8 258	7 712	8 518	9 101	9 981	11 083	11 638	12 035	12 662	13 199	13 754	14 302
Zobowiązania i rezerwy na zob.	11 095	10 689	11 457	11 495	11 059	10 355	9 468	8 654	7 715	6 981	6 335	5 658	5 283
Rezerwy na zobowiązania	1 296	1 039	1 666	1 666	1 666	1 666	1 666	1 666	1 666	1 666	1 666	1 666	1 666
Zobowiązania długoterminowe	4 549	4 558	4 509	4 107	3 557	2 734	1 832	1 010	54	54	54	54	54
- w tym dług oprocentowany	4 496	4 496	4 454	4 053	3 502	2 679	1 778	956	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	5 250	5 092	5 283	5 722	5 837	5 956	5 970	5 979	5 995	5 261	4 615	3 938	3 563
- w tym dług oprocentowany	1 715	2 168	2 545	2 545	2 545	2 545	2 545	2 545	2 545	1 774	1 074	374	0
Pasywa razem	20 285	18 947	19 169	20 012	20 160	20 336	20 551	20 292	19 750	19 643	19 534	19 412	19 585

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	28 559	28 502	22 709	20 605	24 510	26 454	27 033	27 092	26 433	27 843	27 877	27 940	27 994
Zysk (strata) na sprzedaży	145	-574	716	1 739	1 325	1 407	1 575	1 527	1 357	1 487	1 427	1 420	1 400
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	8	-819	-293	-66	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	809	-584	1 138	2 624	2 176	2 316	2 534	2 449	2 239	2 327	2 236	2 219	2 189
EBITDA LIFO	1 186	378	1 417	2 526	2 015	2 274	2 534	2 434	2 210	2 295	2 238	2 221	2 191
EBIT	167	-1 393	423	1 673	1 325	1 407	1 575	1 527	1 357	1 487	1 427	1 420	1 400
EBIT LIFO	543	-431	702	1 575	1 164	1 365	1 575	1 512	1 328	1 456	1 428	1 422	1 401
Saldo działalności finansowej	-207	-706	-588	-279	-247	-162	-107	-104	-100	-71	-48	-25	-5
Zysk (strata) brutto	-59	-2 124	-195	1 395	1 078	1 245	1 467	1 424	1 257	1 416	1 379	1 396	1 395
Zysk (strata) netto	39	-1 466	-263	804	633	857	1 051	1 058	926	1 090	1 082	1 096	1 096

CF [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	1 416	1 380	1 488	2 108	1 919	1 931	2 082	2 101	1 974	1 927	1 837	1 884	1 897
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-931	-958	-1 162	-1 624	-1 381	-829	-800	-802	-763	-755	-748	-742	-740
Przepływy z działalności finansowej	-244	-597	115	-624	-809	-986	-1 008	-1 455	-1 584	-1 305	-1 292	-1 265	-928
Przepływy pieniężne netto	241	-175	441	-140	-270	116	275	-156	-373	-133	-203	-123	228
Środki pieniężne na początek okresu*	-243	-3	-167	1 384	1 243	974	1 090	1 364	1 208	835	702	500	377
Środki pieniężne na koniec okresu*	-3	-167	278	1 243	974	1 090	1 364	1 208	835	702	500	377	605

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

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-20,3%	-9,3%	19,0%	7,9%	2,2%	0,2%	-2,4%	5,3%	0,1%	0,2%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	-	130,6%	-17,1%	6,4%	9,4%	-3,3%	-8,6%	3,9%	-3,9%	-0,7%	-1,4%
EBIT zmiana r/r	-	295,2%	-20,8%	6,2%	11,9%	-3,0%	-11,1%	9,6%	-4,1%	-0,4%	-1,5%
Zysk netto zmiana r/r	-	-405,3%	-21,3%	35,5%	22,7%	0,6%	-12,5%	17,8%	-0,7%	1,3%	0,0%
Marża EBITDA	5,0%	12,7%	8,9%	8,8%	9,4%	9,0%	8,5%	8,4%	8,0%	7,9%	7,8%
Marża EBITDA LIFO	6,2%	12,3%	8,2%	8,6%	9,4%	9,0%	8,4%	8,2%	8,0%	7,9%	7,8%
Marża EBIT	1,9%	8,1%	5,4%	5,3%	5,8%	5,6%	5,1%	5,3%	5,1%	5,1%	5,0%
Marża EBIT LIFO	3,1%	7,6%	4,8%	5,2%	5,8%	5,6%	5,0%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%
Marża brutto	-0,9%	6,8%	4,4%	4,7%	5,4%	5,3%	4,8%	5,1%	4,9%	5,0%	5,0%
Marża netto	-1,2%	3,9%	2,6%	3,2%	3,9%	3,9%	3,5%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
ROE	-3,4%	9,4%	7,0%	8,6%	9,5%	9,1%	7,7%	8,6%	8,2%	8,0%	0,0%
ROA	-1,4%	4,0%	3,1%	4,2%	5,1%	5,2%	4,7%	5,5%	5,5%	5,6%	0,0%
Dług	6 999	6 597	6 047	5 224	4 323	3 500	2 545	1 774	1 074	374	0
D / (D+E)	36,5%	33,0%	30,0%	25,7%	21,0%	17,3%	12,9%	9,0%	5,5%	1,9%	0,0%
D / E	57,5%	49,2%	42,8%	34,6%	26,6%	20,8%	14,8%	9,9%	5,8%	2,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-138,8%	-16,7%	-18,7%	-11,5%	-6,8%	-6,8%	-7,4%	-4,8%	-3,4%	-1,7%	-0,3%
Dług / kapitał własny	90,8%	77,5%	66,4%	52,3%	39,0%	30,1%	21,1%	14,0%	8,1%	2,7%	0,0%
Dług netto	5 616	5 354	5 074	4 135	2 959	2 292	1 710	1 071	574	-3	-605
Dług netto / kapitał własny	72,8%	62,9%	55,8%	41,4%	26,7%	19,7%	14,2%	8,5%	4,3%	0,0%	-4,2%
Dług netto / EBITDA	4,9	2,0	2,3	1,8	1,2	0,9	0,8	0,5	0,3	0,0	-0,3
Dług netto / EBIT	13,3	3,2	3,8	2,9	1,9	1,5	1,3	0,7	0,4	0,0	-0,4
EV	11 173	10 911	10 631	9 692	8 516	7 849	7 267	6 629	6 131	5 554	4 952
Dług / EV	62,6%	60,5%	56,9%	53,9%	50,8%	44,6%	35,0%	26,8%	17,5%	6,7%	0,0%
CAPEX / Przychody	5,3%	7,9%	5,7%	3,2%	3,0%	3,0%	2,9%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
CAPEX / Amortyzacja	168,3%	172,0%	163,3%	92,0%	84,4%	88,1%	87,4%	90,5%	92,8%	93,0%	94,1%
Amortyzacja / Przychody	3,1%	4,6%	3,5%	3,4%	3,5%	3,4%	3,3%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%
Zmiana KO / Przychody	-3,7%	1,4%	0,8%	0,7%	0,3%	0,0%	-0,2%	0,4%	0,4%	0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14,3%	-13,8%	5,1%	9,9%	13,6%	11,7%	9,1%	7,3%	296,7%	58,4%	-8,1%
Wskaźniki rynkowe	2015	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*	-	6,9	8,8	6,5	5,3	5,3	6,0	5,1	5,1	5,1	5,1
P/BV*	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
P/CE*	12,3	3,2	3,7	3,1	2,8	2,8	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9
EV/EBITDA*	9,8	4,2	4,9	4,2	3,4	3,2	3,2	2,8	2,7	2,5	2,3
EV/EBITDA LIFO*	7,9	4,3	5,3	4,3	3,4	3,2	3,3	2,9	2,7	2,5	2,3
EV/EBIT*	26,4	6,5	8,0	6,9	5,4	5,1	5,4	4,5	4,3	3,9	3,5
EV/S*	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	41,7	46,1	49,2	54,0	60,0	62,9	65,1	68,5	71,4	74,4	77,4
EPS	-1,4	4,3	3,4	4,6	5,7	5,7	5,0	5,9	5,9	5,9	5,9
CEPS	2,4	9,5	8,0	9,6	10,9	10,7	9,8	10,4	10,2	10,3	10,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	2,9	2,5	2,9	2,9	3,0
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 30,1 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, stal i węgiel,banki/usługi finansowe**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 publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	33,2	akumuluj	27,1	20.10.2016	09:58 CEST	30,1	47 876
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 4Q'16:

Kupuj	1	33%
Akumuluj	2	67%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę 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 wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

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

Raport 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojędnczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i 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 20.10.2016 roku, 09:58x CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 25.10.2016 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 i 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 jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 20.10.2016 roku:

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

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