



Dom Maklerski BDM S.A.

LOTOS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 60,0 PLN

24 SIERPIEŃ 2017, 09:09 CEST

Kurs Lotosu po ustanowieniu szczytu pod koniec kwietnia (powyżej 62 PLN), zachowywał się w kolejnych miesiącach relatywnie słabo na tle PKN Orlen czy indeksu WIG20. Mimo ostatniego odbicia kursu (związanego głównie z reakcją na wyniki za 2Q'17) uważamy, że nadal istnieje potencjał do kontynuacji wzrostowego ruchu. Spodziewamy się bardzo dobrego odczytu wynikowego za 3Q'17 (w okolicach 0,8 mld PLN EBITDA LIFO – będzie to pierwszy w tym roku kwartał, w którym wyniki nie będą obciążone przez przestój, jednocześnie nadal będzie działał efekt bazy na eliminacji szarej strefy). Zwracamy uwagę, że w przeciwieństwie do Orlenu, wycena Lotosu w części jest zahedgowana na zmianę kursu USD/PLN ze względu na posiadanie większości zadłużenia w USD oraz istnieje pole do kontynuacji trendu poprawy oczyszczonej EBITDA LIFO w 2018 roku (co może być wymagającym celem dla płockiej spółki). Poprzednie nasze rekomendacje dotycząca Lotosu publikowane były na przestrzeni 2016 roku (2 x Akumuluj), jeszcze przed pojawieniem się strategii na lata 2017-22 i zmaterializowaniem się największych efektów ograniczenia szarej strefy na rynku paliw w Polsce. Przy dość znacznym skorygowaniu w górę naszych założeń dotyczących generowanego wyniku EBITDA, uzyskujemy obecnie wycenę na poziomie 60,0 PLN (poprzednio 33,2 PLN). Skłania nas to do potrzymania zalecenia Akumuluj.

W krótkim terminie dostrzegamy pole do podniesienia naszych konserwatywnych założeń na 4Q'17 (zakładamy m.in. spadek marż rafinerijnej po bardzo dobrym 3Q'17), co implikowałoby wzrost prognozy rocznej, która i tak jest powyżej konsensusu. W średnim terminie naszym zdaniem rynek może nie doceniać wyraźnego wzrostu generowanego free cash flow w downstreamie (pojawienie się efektów projektu EFRA przy ograniczonym zapotrzebowaniu na CAPEX dla istniejących instalacji). W długim terminie nasz model nie uwzględnia ani potencjalnych inwestycji w posiadane już aktywa w upstreamie (B4/B6, Yme i inne posiadane licencje norweskie) ani realizacji nowych inwestycji rozwojowych w downstreamie (decyzji w tym zakresie spodziewać można się w końcówce 2018 roku).

W 2Q'17 spółka miała 0,59 mld PLN oczyszczonej EBITDA LIFO (po skorygowaniu jeszcze o koszt remontu było to 0,69 mld PLN). Lipiec i sierpień przynoszą bardzo dobre odczyty marży rafinerijnej (mimo słabego dyferencjału Ural/Brent i umocnienia PLN vs USD). Pomaga m.in. wyraźna poprawa cracku na dieslu (niski poziom zapasów, awaria rafinerii Pernis). Jednocześnie rosną też ceny ropy i gazu, co będzie sprzyjać wynikom upstreamu. Aktualnie spodziewamy się, że w 3Q'17 spółka ma potencjał wypracować ok. 0,8 mld PLN EBITDA LIFO. Nasza roczna prognoza to obecnie 2,7 mld PLN skorygowanej EBITDA, przy czym konserwatywnie podchodzimy do 4Q'17 i dostrzegamy pole do podniesienia założeń. W 2018 roku oczekujemy wzrostu EBITDA LIFO do >3,0 mld PLN, jednocześnie dostrzegamy możliwość dalszej poprawy w 2019 roku (pełny efekt projektu EFRA, przy stopniowej erozji wyników w upstreamie na obecnie eksploatowanej bazie aktywów).

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	22 709	20 931	22 969	24 039	24 254	23 960
EBITDA raportowana [mln PLN]	1 138	2 923	2 683	3 032	3 152	2 954
EBITDA LIFO [mln PLN]	1 417	2 999	2 704	3 018	3 155	2 964
EBITDA LIFO skoryg.* [mln PLN]	2 126	2 633	2 708	3 018	3 155	2 964
EBIT raportowany [mln PLN]	423	1 855	1 802	2 094	2 174	2 038
Zysk netto raportowany [mln PLN]	-263	1 015	1 140	1 234	1 557	1 387
Dług netto [mln PLN]	5 616	4 623	3 971	3 140	1 731	797
P/BV	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8
P/E	-	9,9	8,8	8,2	6,5	7,2
EV/EBITDA	13,8	5,0	5,2	4,4	3,7	3,7
EV/EBITDA LIFO	11,1	4,9	5,2	4,4	3,7	3,7
EV/EBITDA LIFO skoryg.*	7,4	5,6	5,2	4,4	3,7	3,7
EV/EBIT	37,0	7,9	7,8	6,3	5,4	5,3

*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.), w 2017 wynik nie jest oczyszczony o koszty remontu (wpływ na EBITDA: 149 mln PLN)

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Wycena SOTP [PLN]	60,0
Wycena porównawcza [PLN]	68,2
Wycena końcowa [PLN]	60,0
Potencjał do wzrostu / spadku	10,4%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	54,4
Kapitalizacja [mln PLN]	10 057
Ilość akcji [mln. szt.]	184,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]*	61,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]*	48,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-1,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	6,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	47,8%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	53,2%
Pozostali	46,8%

*kurs zamknięcia

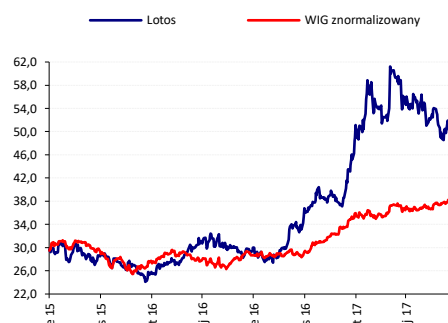
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



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
WYNIKI 2Q'17 I PROGNOZY WYNIKÓW NA KOLEJNE OKRESY	14
STRATEGIA 2017-22	19
DANE FINANSOWE	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Lotos powstała w oparciu o SOTP. Dokonaliśmy osobnej wyceny działalności rafineryjno-detalicznej (downstream) oraz poszukiwawczo-wydobywczej (upstream) w oparciu o modele zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF/NPV). Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość segmentu rafineryjno-detalicznego na poziomie 54,9 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 5,2 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 60,0 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%	60,0
- Rafineria i detal		54,9
- Upstream		5,2
Wycena metodą porównawczą	0%	68,2
Wycena 1 akcji Lotosu [PLN]		60,0

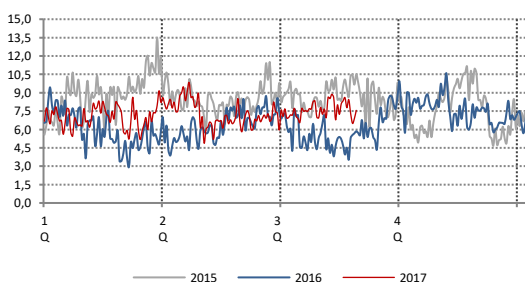
Źródło: BDM S.A.

Prognoza podstawowych danych

Podstawowe dane:	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Brent [usd/bbl]*	111,6	108,6	99,1	52,4	43,5	51,2	51,6	52,2	53,1	54,1	55,4	56,5	56,7	56,7	56,7
Ural [usd/bbl]	110,1	107,6	97,4	50,6	41,1	49,9	50,6	51,2	52,1	53,1	54,4	55,5	55,7	55,7	55,7
Dyferencjał [usd/bbl]	1,3	1,0	1,7	1,8	2,5	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Marża modelowa [USD/bbl]	8,6	5,8	6,1	7,8	6,8	7,2	7,2	7,1	6,9	6,9	6,7	6,6	6,6	6,5	6,4
Gaz NBP UK [usd/mmBTU]*	9,5	10,6	8,2	6,5	4,7	5,4	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
USD/PLN (średni)	3,26	3,16	3,15	3,77	3,94	3,79	3,63	3,58	3,51	3,47	3,47	3,47	3,47	3,47	3,47
USD/PLN (eop)	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,63	3,63	3,58	3,51	3,47	3,47	3,47	3,47	3,47	3,47
Cena produktów [USD/t]:															
Benzyna	1 037	987	915	570	456	524	523	525	533	542	553	562	564	564	564
ON	985	943	862	506	406	477	481	486	493	501	511	519	521	521	521
COO	631	592	528	257	208	280	277	278	281	285	290	294	292	289	286
Marża na produktach [USD/t]:															
Benzyna	189	163	165	173	122	135	133	130	131	132	134	135	135	135	135
ON	138	120	112	110	72	88	91	91	91	91	92	92	92	92	92
COO	-217	-232	-222	-140	-125	-110	-113	-117	-121	-125	-129	-133	-137	-140	-143

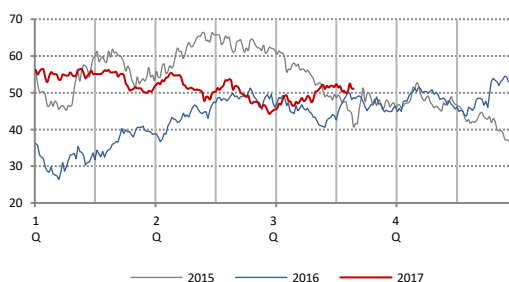
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *prognozy na bazie krzywej kontraktów forward

Lotos: 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. Wyraźny spadek oczyszczonego wyniku EBITDA LIFO w 2021 i 2025 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 stopniowo od 3Q'18 (harmonogram przedstawiony przez spółkę w prospekcie zakłada oddanie od eksploatacji w 2Q'18).
- CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji z 2026 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 2016 roku. Wartość kredytu dolarowego skorygowano do bieżącego kursu USD/PLN (3,63).
- 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 stopą 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 24 sierpnia 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość segmentu downstream, skorygowanego o dług netto całej spółki, na poziomie 10,1 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 54,9 PLN.

Model DCF dla działalności rafineryjnej i handlu

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	22 075	23 233	23 646	23 479	22 047	23 690	24 035	24 115	22 829	24 144
EBIT [mln PLN]*	1 246,1	1 556,6	1 715,1	1 637,8	1 227,3	1 603,7	1 590,2	1 568,5	1 221,2	1 568,7
EBIT LIFO [mln PLN]*	1 267,3	1 542,5	1 717,7	1 647,3	1 213,4	1 569,8	1 567,3	1 570,6	1 224,4	1 570,8
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]	236,8	295,8	325,9	311,2	233,2	304,7	302,1	298,0	232,0	298,0
NOPLAT [mln PLN]*	1 009,3	1 260,8	1 389,3	1 326,6	994,1	1 299,0	1 288,0	1 270,5	989,2	1 270,6
Amortyzacja [mln PLN]	542,0	602,7	668,6	649,6	633,7	618,2	605,6	595,4	588,7	585,2
CAPEX [mln PLN]	-1 503,0	-828,0	-571,7	-532,9	-503,7	-487,5	-535,1	-521,7	-600,9	-592,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-36,7	-157,6	-4,8	22,3	157,2	-45,2	-101,3	-31,3	167,2	-149,7
FCF [mln PLN]	11,6	878,0	1 481,4	1 465,7	1 281,3	1 384,5	1 257,2	1 313,0	1 144,2	1 113,5
DFCF [mln PLN]	11,3	786,8	1 221,9	1 111,1	891,6	883,0	734,1	701,1	558,3	496,2
Suma DFCF [mln PLN]	7 395,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	15 097,9		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	6 727,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	14 123,2									
Dług netto [mln PLN]**	3 975,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	10 147,4									
Ilość akcji [mln szt.]	184,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	54,9									

*NOPLAT obliczony na podstawie EBIT, kapitał obrotowy oczyszczony z wyceny zapasów (wycena zapasów ujęta jest w wyniku EBIT), EBIT LIFO podany dla celów porównawczych, **dług netto 2016 przy skorygowaniu kredytu walutowego do bieżącego kursu USD/PLN

Przychody zmiana r/r	9,7%	5,2%	1,8%	-0,7%	-6,1%	7,5%	1,5%	0,3%	-5,3%	5,8%
EBIT zmiana r/r	-32,1%	24,9%	10,2%	-4,5%	-25,1%	30,7%	-0,8%	-1,4%	-22,1%	28,4%
FCF zmiana r/r	-	-	68,7%	-1,1%	-12,6%	8,1%	-9,2%	4,4%	-12,9%	-2,7%
Marża EBITDA	8,1%	9,3%	10,1%	9,7%	8,4%	9,4%	9,1%	9,0%	7,9%	8,9%
Marża EBIT	5,6%	6,7%	7,3%	7,0%	5,6%	6,8%	6,6%	6,5%	5,3%	6,5%
Marża NOPLAT	4,6%	5,4%	5,9%	5,7%	4,5%	5,5%	5,4%	5,3%	4,3%	5,3%
CAPEX / Przychody	6,8%	3,6%	2,4%	2,3%	2,3%	2,1%	2,2%	2,2%	2,6%	2,5%
CAPEX / Amortyzacja	277,3%	137,4%	85,5%	82,0%	79,5%	78,9%	88,4%	87,6%	102,1%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	0,7%	0,0%	-0,1%	-0,7%	0,2%	0,4%	0,1%	-0,7%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1,9%	13,6%	1,2%	13,4%	11,0%	2,8%	29,4%	39,2%	13,0%	11,4%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	75,8%	79,5%	83,1%	86,2%	89,1%	92,1%	94,6%	97,1%	98,6%	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	24,2%	20,5%	16,9%	13,8%	10,9%	7,9%	5,4%	2,9%	1,4%	0,0%
WACC	8,3%	8,5%	8,6%	8,8%	9,0%	9,1%	9,2%	9,4%	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	54,8	58,7	63,4	69,5	77,4	88,1	103,7	128,2	172,2
	0,8	51,2	54,6	58,8	63,9	70,6	79,4	91,8	110,4	141,4
	0,9	48,0	51,0	54,6	59,0	64,6	72,0	82,1	96,6	119,4
	1,0	45,0	47,6	50,8	54,6	59,5	65,7	73,9	85,5	102,9
	1,1	42,3	44,6	47,4	50,7	54,9	60,1	67,0	76,4	90,0
	1,2	39,7	41,8	44,3	47,2	50,8	55,3	61,1	68,8	79,6
	1,3	37,4	39,2	41,4	44,0	47,2	51,0	56,0	62,4	71,1

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%	78,1	86,0	96,5	111,2	133,0	168,9	238,9	436,3	4581,9
	2%	65,9	71,5	78,6	88,1	101,2	120,5	151,9	211,8	371,6
	3%	56,3	60,4	65,5	71,9	80,4	92,1	109,2	136,7	188,2
	4%	48,6	51,7	55,4	59,9	65,8	73,4	83,9	99,1	123,3
	5%	42,3	44,6	47,4	50,7	54,9	60,1	67,0	76,4	90,0
	6%	36,9	38,8	40,9	43,4	46,5	50,2	55,0	61,2	69,6
	7%	32,4	33,9	35,5	37,5	39,8	42,5	46,0	50,3	55,9

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

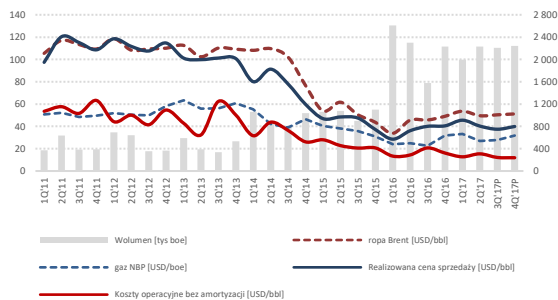
		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	1%	149,2	144,8	140,7	136,7	133,0	129,4	126,0	122,7	119,6
	2%	122,7	116,6	111,1	105,9	101,2	96,8	92,7	88,9	85,3
	3%	103,5	96,8	90,7	85,3	80,4	75,9	71,8	68,1	64,6
	4%	88,9	82,0	75,9	70,6	65,8	61,5	57,6	54,0	50,8
	5%	77,4	70,6	64,6	59,5	54,9	50,8	47,2	43,9	40,9
	6%	68,1	61,5	55,8	50,8	46,5	42,6	39,2	36,2	33,4
	7%	60,5	54,0	48,6	43,9	39,8	36,2	33,0	30,1	27,5

Źródło: BDM S.A.

WYCENA SEGMENTU WYDOBYWCZEGO (UPSTREAM)

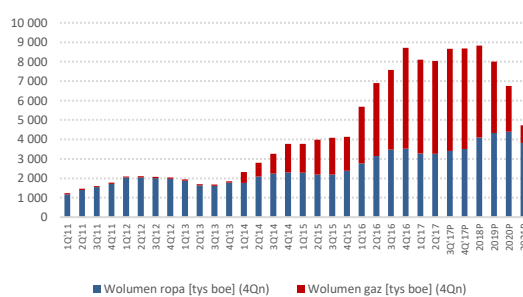
Dokonaliśmy trzech wycen cząstkowych segmentu wydobywczego: Norwegia (złoża produkcyjne w ramach aktywów Heimdal, Sleipner oraz zagospodarowanie Utgard), Litwa (Geonafra), Polska (szelf Morza Bałtyckiego: złoża B3, B8). Dla kalkulacji kosztu kapitału przyjęto takie same założenia jak w segmencie downstream, 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 rafinerijnej). 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. (przebieg)

Główne założenia modelu:

- W wycenie ujęto zasoby 2P (pewne i prawdopodobne) dla Norwegii (Heimdal, Sleipner oraz Utgard – wydobyte od 2020 roku), Litwy i złóż B3/B8.
- Jedyną wartość aktywów polskich stanowią projekty B3/B8. Dla złóż B4/B6 spółka nie przedstawiła nadal bliższych szczegółowych założeń.
- Założono wydobyte do wyczerpania obecnych zasobów 2P ze wszystkich złóż. Wycena uwzględniła zdyskontowaną wartość rezerwy na likwidację według wartości bilansowych (także dla złoża Yme,) oraz równoległe aktywo podatkowe związane z likwidacją złóż.
- 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).
- 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). Przy aktywach norweskich założone wykorzystanie tarczy podatkowej.
- 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 24 sierpnia 2017 roku.

Otrzymaliśmy wartość segmentu upstream na poziomie 0,95 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 5,2 PLN.

Segment wydobywczy – podsumowanie wyceny DCF

Podsumowanie	mln PLN	PLN/akcję
Norwegia	211,7	1,1
Litwa	165,3	0,9
Polska	575,7	3,1
suma	952,7	5,2

Źródło: DM BDM S.A.

Model DCF (segment wydobywczy)

Norwegia	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	878,5	806,5	607,9	480,3	230,4	210,6	181,4	136,4		13,3	8,9
Wydobycie ropy [mln bbl]	1,7	1,5	1,1	1,3	0,8	0,7	0,6	0,5		0,0	0,0
Wydobycie gazu [mln t]	823,6	724,3	544,3	335,6	107,1	96,4	81,9	61,4		6,0	4,0
EBITDA [mln PLN]	697,0	619,2	460,8	370,8	181,9	166,0	142,7	107,3		10,5	7,0
EBIT [mln PLN]	456,2	407,9	303,9	252,5	144,5	138,4	123,5	94,4		10,1	7,0
Podatek od EBIT[mln PLN]	184,0	387,6	256,9	259,5	127,3	118,7	103,8	78,7		8,0	5,5
NOPLAT [mln PLN]	272,2	20,2	47,0	-6,9	17,2	19,7	19,7	15,7		2,1	1,5
Amortyzacja [mln PLN]	240,8	211,4	156,9	118,3	37,4	27,6	19,2	12,9		0,4	0,0
CAPEX [mln PLN]	-118,2	-122,3	-131,4	-38,2	-18,7	-13,8	-9,6	-6,4		-0,2	0,0
FCF [mln PLN]	394,9	109,3	72,5	73,2	35,9	33,5	29,3	22,2		2,3	1,5
DFCF [mln PLN]	382,3	96,7	58,5	54,0	24,2	20,6	16,5	11,4		0,7	0,4
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%		9,50%	9,50%
Suma DFCF [mln PLN]	682,9										
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	945,5										
Aktywo podatkowe z likwidacji [mln PLN]	474,4										
Wartość złożeń [mln PLN]	211,7										
Ilość akcji [mln szt.]	184,9										
Wartość na akcję [PLN]	1,1										
Litwa	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	64,5	66,1	62,7	59,4	56,9	55,3	53,6	51,1		37,5	34,4
Wydobycie ropy [mln bbl]	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		0,2	0,2
EBITDA [mln PLN]	50,8	52,0	49,4	46,7	44,7	43,5	42,1	40,2		29,5	27,1
EBIT [mln PLN]	29,0	30,4	28,1	25,7	24,1	23,1	22,0	20,3		11,3	27,1
Podatek od EBIT[mln PLN]	4,4	4,6	4,2	3,9	3,6	3,5	3,3	3,1		1,7	4,1
NOPLAT [mln PLN]	24,7	25,9	23,9	21,9	20,5	19,6	18,7	17,3		9,6	23,0
Amortyzacja [mln PLN]	21,8	21,5	21,2	21,0	20,7	20,4	20,1	19,8		18,3	0,0
CAPEX [mln PLN]	-19,7	-19,4	-19,1	-18,9	-18,6	-18,3	-18,1	-17,9		-16,4	0,0
FCF [mln PLN]	26,8	28,0	26,0	24,0	22,5	21,7	20,7	19,3		11,4	23,0
DFCF [mln PLN]	26,0	24,8	21,0	17,7	15,2	13,3	11,6	9,9		3,4	6,2
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%		9,50%	9,50%
Suma DFCF [mln PLN]	179,3										
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	14,0										
Wartość złożeń [mln PLN]	165,3										
Ilość akcji [mln szt.]	184,9										
Wartość na akcję [PLN]	0,9										
Polska	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	324,0	437,0	561,7	543,1	531,9	528,5	523,2	510,3		423,5	413,7
Wydobycie ropy/kondensatu [mln bbl]	1,7	2,2	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5		2,0	2,0
Wydobycie gazu [mln m3]	25,7	33,6	43,5	42,3	41,1	40,0	38,9	37,8		31,4	30,8
EBITDA [mln PLN]	162,6	201,2	258,2	249,4	244,1	242,2	239,5	233,5		193,7	189,2
EBIT [mln PLN]	86,0	98,6	126,6	121,5	119,8	121,4	122,1	119,4		99,1	96,8
Podatek od wydobycia węglowodorów [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	28,7	28,1	27,9	27,6	26,9		32,9	30,5
Podatek od EBIT[mln PLN]	16,3	18,7	24,0	23,1	22,8	23,1	23,2	22,7		18,8	18,4
NOPLAT [mln PLN]	69,6	79,9	102,5	69,7	68,9	70,5	71,3	69,8		47,3	47,9
Amortyzacja [mln PLN]	76,6	102,6	131,7	127,9	124,3	120,8	117,4	114,1		94,6	92,4
CAPEX [mln PLN]	-150,0	-100,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0		-62,5	-61,0
FCF [mln PLN]	-3,8	82,5	154,2	117,7	113,2	111,2	108,7	103,9		79,5	79,3
DFCF [mln PLN]	-3,7	72,9	124,5	86,8	76,3	68,4	61,1	53,3		23,7	21,6
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%		9,50%	9,50%
Suma DFCF [mln PLN]	762,2										
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	186,5										
Wartość złożeń [mln PLN]	575,7										
Ilość akcji [mln szt.]	184,9										
Wartość na akcję [PLN]	3,1										

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2017-2019 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE. Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla każdego roku przyjęliśmy wagę równą 33%. Porównując wyniki Lotosu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 12,6 mld PLN mln PLN, co odpowiada 68,2 PLN na jedną akcję.

Ze względu na brak pełnej porównywalności Lotosu do innych spółek z branży (i) Lotos nie posiada segmentu petrochemicznego, ii) kontrybucja segmentu upstream mocno fluktuuje, iii) istnieją różnice pomiędzy lokalnymi przepisami prawa w kwestii np. zapasów obowiązkowych), przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%. Zwracamy 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).

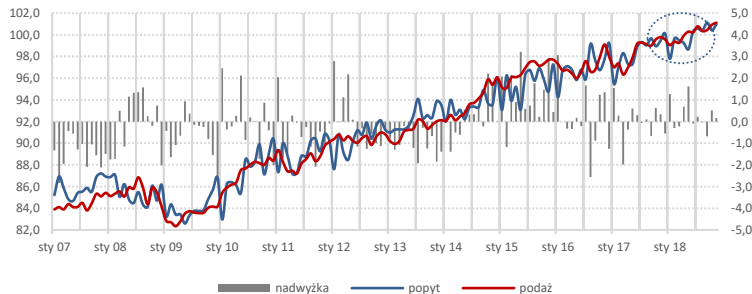
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Orlen	7,6	10,1	11,1	4,5	5,1	5,2
MOL	9,5	9,4	8,7	4,0	3,8	3,5
OMV	11,1	13,1	12,7	4,1	4,1	3,9
Tupras-Turkiye	8,8	9,8	9,5	7,0	7,3	7,2
Neste Oil	13,3	13,3	13,1	7,3	7,4	7,2
Mediana	9,5	10,1	11,1	4,5	5,1	5,2
Lotos (D/U)	8,8	8,2	6,5	5,2	4,4	3,7
Premia/dyskonto	-6,7%	-19,2%	-41,5%	16,0%	-13,8%	-28,1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	58,3	67,3	93,0	43,9	65,8	79,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		72,9			63,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	68,2					

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

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA NA RYNKU ROPY

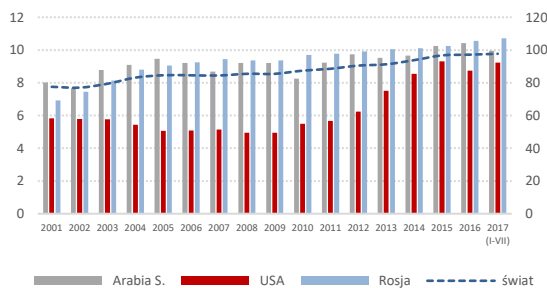
Popyt i podaż ropy na świecie [mln bbl/d]



- Po wzroście w pobliżu 60 USD/bbl na przełomie 2016/17 roku (po wcześniejszych zapowiedziach ograniczania produkcji ze strony OPEC), cena ropy Brent znalazła się pod presją podaży. Obecnie jednak znów nastąpił powrót powyżej 50 USD/bbl
- Obecnie rynek jest mniej więcej zbilansowany pod względem popytu i podaży.
- Produkcja ropy w USA ze złóż niekonwencjonalnych powróciła do poziomów z połowy 2015 roku. Ostatnio nieco jednak wyhamował, dynamiczny w 1H'17, przyrost liczby aktywnych wiertni w USA. Ograniczenie wydobycia w I-VII'17 nastąpiło w Arabii Saudyjskiej i innych krajach OPEC, produkcja w Rosji jest większa r/r, aczkolwiek nie rośnie już względem końca 2016 roku.

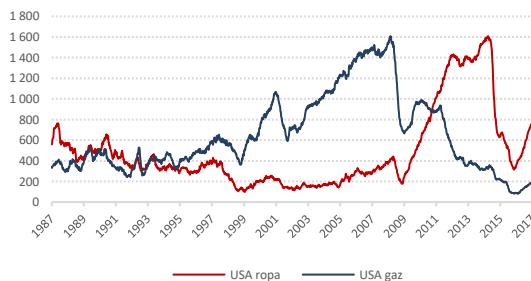
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



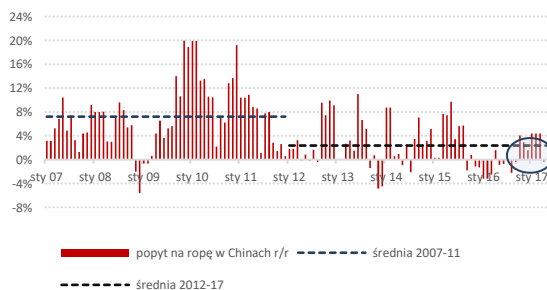
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, świat = skala prawa

Liczba aktywnych wiertni w USA



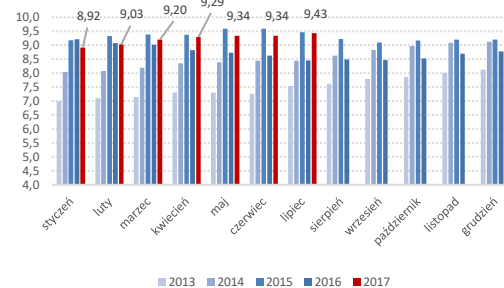
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



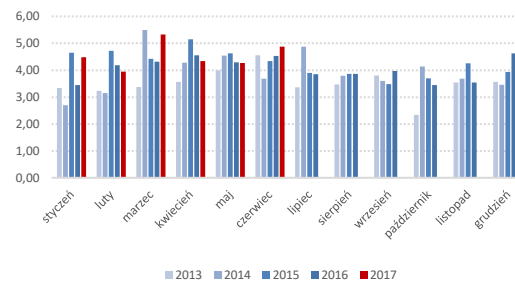
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



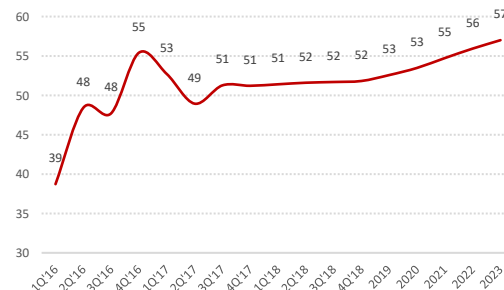
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Eksport diesla z Rosji [mln t]



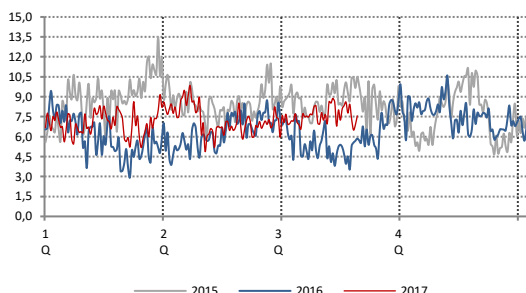
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



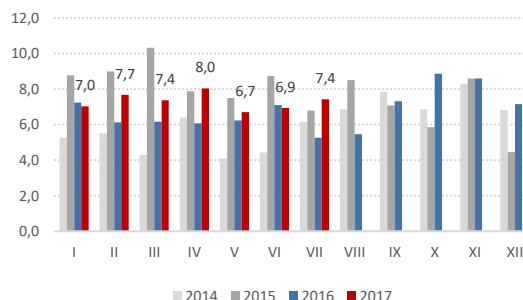
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



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

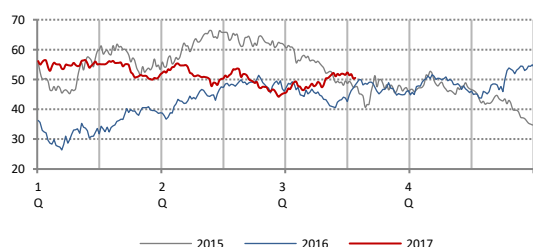
Modelowa marża rafinerijna Lotosu z dyferencjałem [USD/bbl]* - dane spółki



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

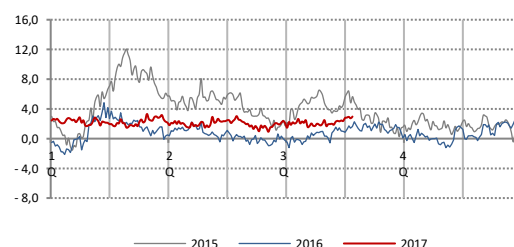
- W lipcu 2017 roku modelowa marża rafinerijna Lotosu (7,4 USD/bbl) była lepsza zarówno w ujęciu r/r (przed rokiem 5,3 USD/bbl - całe minione wakacje to słaby okres), jak i m/m (6,9 USD/bbl w czerwcu '17). Po przeliczeniu na PLN marża była lepsza r/r o 6,4 PLN/bbl.
- Już dziewiąty miesiąc z rzędu słabszy r/r był dyferencjał (w lipcu 0,7 USD/bbl vs 2,1 USD/bbl rok wcześniej) - spadek poniżej 1,0 USD/bbl w ujęciu miesięcznym zanotowano po raz pierwszy od marca '14.
- W lipcu lepsze r/r były marże na wszystkich głównych produktach.
- Dotychczas w sierpniu sytuacja pod względem marży także wygląda dobrze. Mimo słabego dyferencjału (momentami zaczął się ocierać o 0,0 USD/bbl), średnia marża w bieżącym miesiącu może być o >2 USD/bbl lepsza r/r (sierpień i lipiec były w 2016 roku najsłabszymi miesiącami).
- Spółce nie sprzyja kurs USD/PLN. Jednak umocnienie PLN o ok. 5% nie niweluje pozytywnego efektu na marży modelowej. Warto także pamiętać o zadłużeniu dolarowym, na koniec 2016 roku wynosiło on blisko 1,2 mld PLN (kredyt + obligacje).
- Zwracamy uwagę na relatywnie niski poziom zapasów. Zarówno na benzynie, jak i na dieslu są one obecnie niższe r/r w portach ARA. Także wskaźniki zapasy/popyt w USA spadły poniżej ubiegłorocznego, co często jest pozytywnym sygnałem dla marży przerobowej.
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) nieznacznie ostatnio się rozszerzył w kierunku 3,0 USD/bbl i jest mniej korzystny, jeżeli spojrzeć r/r. Dość słabo w ostatnich tygodniach zachowuje się kluczowy dla polskich spółek dyferencjał Brent – Ural (ograniczenie podaży ciężkiej ropy z Bliskiego Wschodu i Rosji oraz wyższa produkcja w rosyjskich rafineriach).
- Ceny gazu na rynkach europejskich ostatnio wyraźnie odbiły, co powinno sprzyjać wynikom części wydobywczej Lotosu (z drugiej strony negatywny efekt dla rafinerii).
- Zwracamy uwagę na wzrost premii lądowych (marż hurtowych) na rynku polskim w USD w ostatnich tygodniach – przy czym po przeliczeniu na PLN według naszych szacunków są one porównywalne r/r. 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



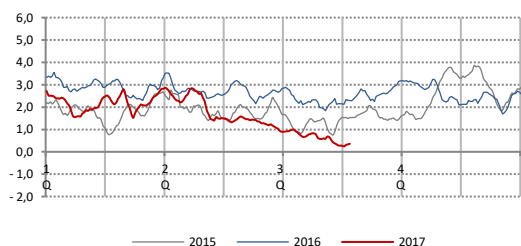
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r

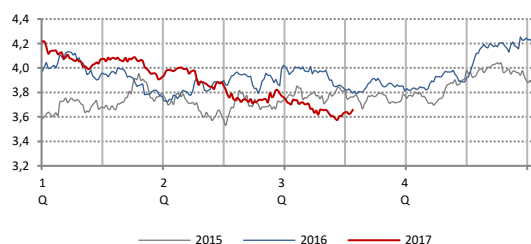


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

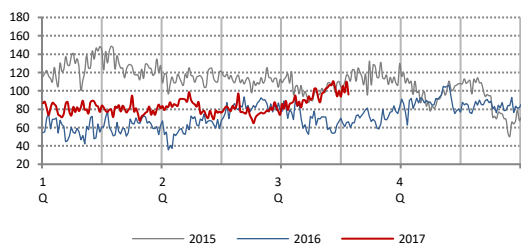
Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl, średnia 5-dni] r/r



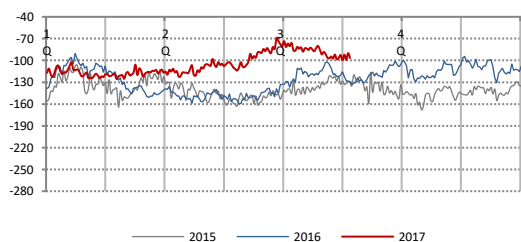
Źródło: BDM S.A., Neste Oil
USD/PLN



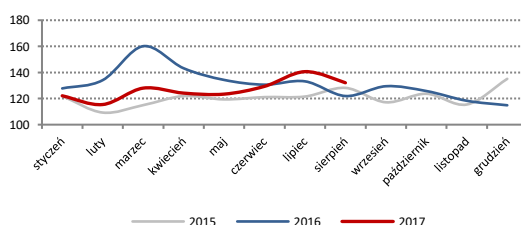
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Diesel marża [USD/t] r/r



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

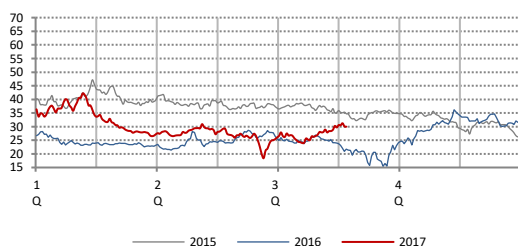


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna – premia lądowa w Polsce [USD/t]

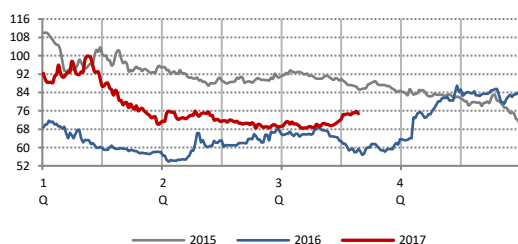


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

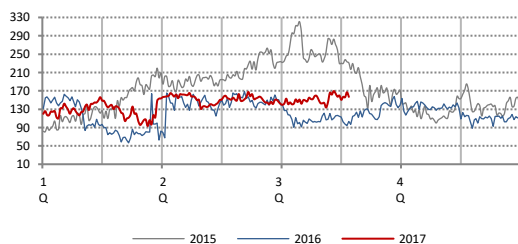
Cena gazu NBP UK [USD/boe]



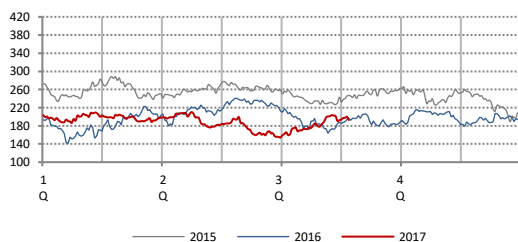
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]



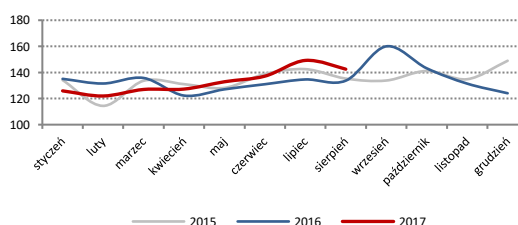
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna marża [USD/t] r/r



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

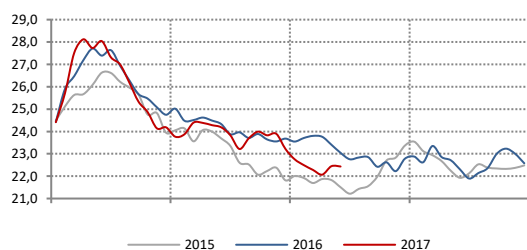


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
ON – premia lądowa w Polsce [USD/t]

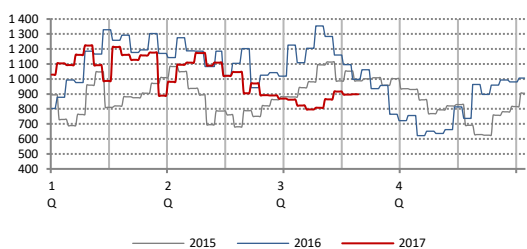


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]

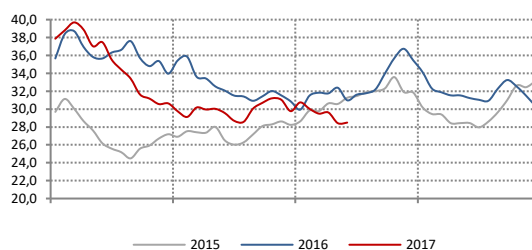


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Zapasy benzyny w portach ARA [tys t]

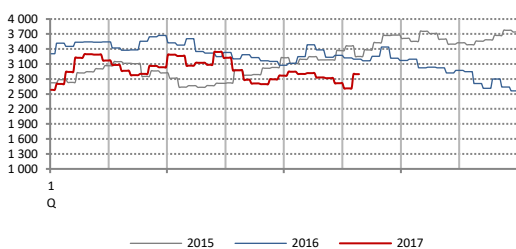


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ON – zapasy/popyt USA [dni]



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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

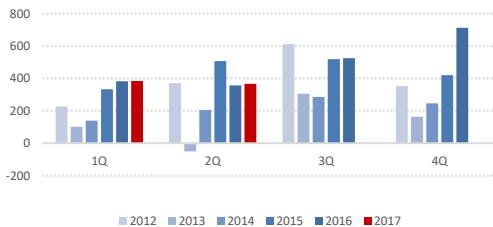
WYNIKI 2Q'17 I PROGNOZY WYNIKÓW NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 2Q'2017

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	2Q'17P BDM	odchyl	2Q'17P kons	odchyl	2Q'17P kons (zakres)
Przychody ze sprzedaży	4 969	5 455	9,8%	5 994	-9,0%	5 286	3,2%	4193 - 5994
EBITDA	810	384	-52,7%	431	-11,0%	443	-13,4%	280 - 552
EBITDA LIFO	798	521	-34,8%	573	-9,1%	-	-	-
EBITDA LIFO skoryg*	535	586	9,5%	559	4,9%	592	-	454 - 716
EBITDA LIFO skoryg (+remont)**	535	692	29,3%	654	5,9%	-	-	-
EBIT	551	173	-68,6%	174	-0,8%	212	-18,4%	41 - 391
EBIT LIFO	539	310	-42,4%	316	-1,9%	-	-	-
EBIT LIFO skorg	276	375	36,2%	302	-	-	-	-
Zysk (strata) brutto	400	268	-32,9%	333	-19,3%	-	-	-
Zysk (strata) netto	226	157	-30,3%	187	-15,8%	154	-	50 - 245
Marża EBITDA	16,3%	7,0%		7,2%		8,4%		
Marża EBITDA LIFO	16,1%	9,5%		9,6%		-		
Marża EBITDA LIFO ex/FX skoryg	10,8%	10,7%		9,3%		11,2%		
Marża EBIT	11,1%	3,2%		2,9%		4,0%		
Marża zysku netto	4,5%	2,9%		3,1%		2,9%		

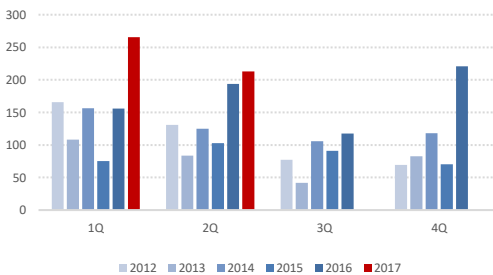
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO i operacyjne różnice kursowe a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (odpisy wg MSR2, rozpoznanie wyniku na „tańszych” warstwach ropy itp), **wynik skorygowany dodatkowo o bezpośredni koszt remontu

Downstream EBITDA LIFO skorygowana* [mln PLN]



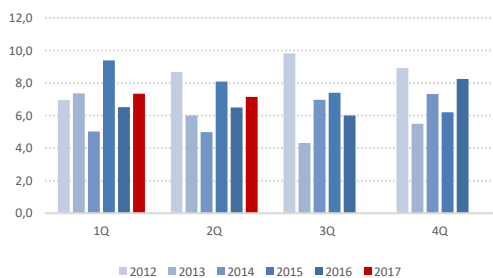
Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO, różnice kursowe oraz przeszacowania zapasów oraz rozpoznanie „tanich” warstw ropy ujęte w wyniku LIFO, nieoczyszczona o koszt przestoju remontowego (43 mln PLN w 1Q'17, 106 mln PLN w 2Q'17)

Upstream EBITDA skorygowana* [mln PLN]



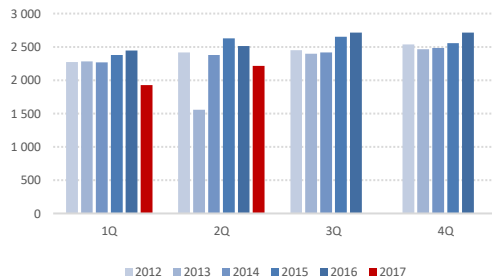
Źródło: BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo PPO/PKO

Rafineria – marża modelowa [USD/bbl]



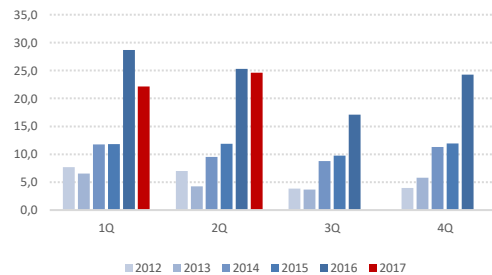
Źródło: BDM S.A., spółka, do 4Q'11 szacunki własne

Przerób ropy kwartalnie [tys ton]



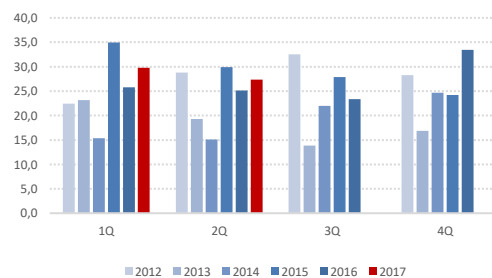
Źródło: BDM S.A., spółka

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

Wyniki za 2Q'17:

- Skorygowana EBITDA (bez salda pozostałej działalności operacyjnej, operacyjnych różnic kursowych oraz odpisów na zapasach wg MSR2) za 2Q'17 była nieco powyżej naszych oczekiwań, zarówno przed (586 mln PLN) jak i po dodatkowym oczyszczeniu o koszty bezpośrednie remontu (692 mln PLN, wpływ remontu na EBITDA na poziomie 106 mln PLN). Konsensus na poziomie skorygowanej EBITDA LIFO wynosił 592 mln PLN, przy czym mógł o uwzględniać prawdopodobnie zarówno prognozy skorygowane o koszty remontu jak i nieoczyszczone o ten efekt.
- Raportowany EBIT jest w punkt z naszą prognozą, nieco mniejsze okazało się dodatnie saldo finansowe, stąd też nieco słabszy od naszej prognozy zysk netto.
- Na podkreślenie zasługuje fakt, że oczyszczona EBITDA LIFO zarówno w 1Q'17 jak i 2Q'17 przekroczyła ubiegłoroczną, pomimo przestoju remontowego na przełomie 1Q/2Q'17: i) lepsza była marża rafineryjna w przeliczeniu na PLN, ii) nadal działał efekt niskiej bazy na ograniczaniu szarej strefy (wzrost popytu, ograniczenie mało rentownego eksportu), iii) w segmencie wydobywczym wyższe były ceny ropy i gazu

Wyniki i prognozy wg segmentów w ujęciu kwartalnym 2015-2017 [mln PLN]**

	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2018
Przychody	22 710	3 936	4 969	5 660	6 366	20 931	5 447	5 455	6 022	6 045	22 969	5 160	6 030	6 469	6 380	24 039
EBITDA	1 138	400	810	670	1 042	2 923	803	384	773	723	2 682	570	775	912	775	3 032
EBITDA LIFO	1 417	592	798	653	956	3 000	680	521	795	707	2 704	581	744	900	792	3 018
EBITDA LIFO skoryg*	2 126	536	535	627	935	2 633	631	586	786	706	2 708	581	744	900	792	3 018
downstream	1 780	383	357	525	712	1 978	384	368	582	477	1 811	365	522	691	567	2 145
upstream	339	156	194	117	221	688	266	213	204	228	910	216	223	209	225	872
inne	7	-3	-16	-15	2	-32	-19	6	0	0	-13	0	0	0	0	0
EBIT	423	138	551	432	735	1 855	577	173	551	502	1 802	335	541	678	540	2 094
Zysk (strata) brutto	-195	185	400	495	499	1 580	625	268	529	425	1 848	294	499	636	499	1 928
Zysk (strata) netto	-263	106	226	380	303	1 015	411	157	362	210	1 140	188	320	407	319	1 234

Źródło: 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), wynik nie jest oczyszczany o koszty przestoju remontowego w 2017 roku (43 mln PLN w 1Q'17, 106 mln PLN w 2Q'17)

Perspektywy na kolejne okresy

- W grudniu 2016 roku spółka przedstawiła strategię na lata 2017-22, z której wynika, że średni rezultat EBITDA LIFO ma wynieść w okresie 2017-18: 2,2-2,6 mld PLN, a w okresie 2019-22: 3,8-4,4 mld PLN.
- Obecnie spodziewamy się, że EBITDA LIFO w 2017 roku może być nieco powyżej założonych przez spółkę widełek.
- Nasze prognozy są także powyżej konsensusu na 2017 i w większym stopniu na 2018 rok – przy czym trudno nam określić czy w konsensusie Bloomberg'a uwzględniony jest wynik raportowany czy oczyszczony.
- W 3Q'17 spodziewamy się obecnie ok. 0,8 mld PLN EBITDA LIFO. Zwracamy uwagę, że bardzo konserwatywnie podchodzimy na razie do 4Q'17 i tu dostrzegamy pole do ewentualnego podniesienia naszych założeń (4Q'16 był splotem kilku bardzo sprzyjających czynników w downstreamie) – na dziś zakładamy spadek w tym okresie marży modelowej <7 USD/bbl oraz kurs USD/PLN=3,6.
- Podkreślamy, że w 2017 roku spółka poniosła blisko 150 mln PLN kosztów przestoju remontowego (kolejny za 4 lata). Na 2Q'18 planowane jest zakończenie prac i rozruch instalacji DCU. W 3Q'18 powinna ona już być w pełni sprawna (co drastycznie zmienia strukturę uzysków - spadek ciężkich frakcji, w zamian powstaje diesel, koks oraz inne produkty) – proces dojścia do pełnych mocy nie powinien być ani długi ani skomplikowany. Według naszych kalkulacji i założeń makro, spodziewamy się, że dołoży ona w 2018 roku do wyniku ok. 160 mln PLN (w pełnym 2019 roku 370 mln PLN względem bazy z 2017 roku).
- W takim układzie, przy podobnej marży modelowej i nawet dalszym lekkim umocnieniu PLN vs USD, zakładamy, że wynik EBITDA w downstreamie może poprawić się o >500 mln PLN względem 2017 roku tylko z tytułu efektu braku remontu oraz uruchomienie instalacji projektu EFRA.
- Jednocześnie dość znacznie już od 2H'18 spadnie CAPEX – utrzymanie rafinerii w obecnym stanie (bez projektów rozwojowych) to 0,2-0,3 mld PLN/rok + 0,1 mld PLN/rok CAPEX-u w detalu. Downstream przy obecnym otoczeniu makro i pełnym ukończeniu projektu EFRA ma potencjał, by generować wyraźnie >2 mld PLN EBITDA LIFO rocznie.
- W segmencie wydobywczym zakładamy, że w kolejnych latach EBITDA będzie stopniowo spadać. Norweskie złoża Heimdal oraz Sleipner mają schyłkowy charakter i nawet zwiększenie produkcji z polskiego B8 (kolejny raz przesuwamy osiągnięcie optymalnych zdolności na początek 2019 roku) czy uruchomienie produkcji ze złoża Utgard nie zrekomensują spadku. W modelu nie uwzględniamy jednak potencjalnych akwizycji ani projektów, które potencjalnie mogą zmienić ścieżkę wynikową (B4/B6, Yme, Frigg Gamma), ale co do których nie zapadły ostateczne decyzje.

- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom ok. 56-57 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.
- 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 wydobycia zmienia się to w czasie.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2017-2018 rok [mln PLN]

	2016P	2016		2017P	2017P		2018P	2018P	
	poprzednio*	raport	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	20 605	20 931	1,6%	24 510	22 969	-6,3%	26 454	24 039	-9,1%
EBITDA	2 624	2 923	11,4%	2 176	2 683	23,3%	2 316	3 032	30,9%
EBITDA LIFO	2 526	2 999	18,7%	2 015	2 704	34,2%	2 274	3 018	32,7%
EBITDA LIFO skoryg.	2 200	2 633	19,7%	2 015	2 708	34,4%	2 274	3 018	32,7%
EBIT	1 673	1 855	10,9%	1 325	1 802	36,0%	1 407	2 094	48,8%
Zysk (strata) brutto	1 395	1 579	13,2%	1 078	1 848	71,4%	1 245	1 928	54,9%
Zysk (strata) netto	804	1 015	26,3%	633	1 140	80,2%	857	1 234	43,9%
Marża EBITDA	12,7%	14,0%		8,9%	11,7%		8,8%	12,6%	
Marża EBIT	8,1%	8,9%		5,4%	7,8%		5,3%	8,7%	
Marża zysku netto	3,9%	4,9%		2,6%	5,0%		3,2%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja 20.10.2016

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2017 kons	2017 BDM	odchyl.	2018 kons	2018 BDM	odchyl.	2018 kons	2018 BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	23 188	22 969	-0,9%	25 762	24 039	-6,7%	26 681	24 254	-9,1%
EBITDA	2 479	2 683	8,2%	2 692	3 032	12,6%	2 997	3 152	5,2%
EBITDA LIFO skoryg.	-	2 692	-	-	3 018	-	-	3 155	-
EBIT	1 506	1 802	19,6%	1 706	2 094	22,7%	2 041	2 174	6,5%
Zysk netto	1 157	1 140	-1,5%	1 063	1 234	16,1%	1 186	1 557	31,4%
Dług netto	4 764	3 971	-16,6%	4 463	3 140	-29,6%	3 471	1 731	-50,1%
Amortyzacja	972	881	-9,4%	986	938	-4,8%	957	978	2,3%

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

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mld PLN]

Data rekomendacji	2017P	2018P	2019P
2017-08-21	2,65	2,68	2,87
2017-08-18	2,62	2,82	2,98
2017-08-18	2,61	2,77	2,93
2017-07-26	1,89	2,49	-
2017-07-20	2,55	2,72	-
2017-07-20	2,32	2,58	2,77
2017-07-02	2,71	2,79	2,98

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognoza na 3Q'17-4Q'18 [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P
Dated Brent FOB	33,8	45,6	45,7	49,1	53,6	49,6	50,4	51,2	51,3	51,5	51,7	51,8
Ural CIF Rotterdam	31,1	43,0	43,4	46,9	51,5	48,0	49,8	50,2	50,1	50,5	50,9	50,8
Dyferencjał Brent - Ural	2,7	2,6	2,3	2,2	2,1	1,6	0,5	1,0	1,3	1,0	0,8	1,0
Modelowa marża rafineryjna*	6,5	6,5	6,0	8,2	7,3	7,1	7,6	6,9	6,4	7,7	7,7	6,9
USD/PLN średni	4,0	3,9	3,9	4,1	4,1	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
USD/PLN [eop]	3,8	4,0	3,9	4,2	3,9	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Przerób ropy [tys t]	2 444	2 513	2 716	2 714	1 924	2 217	2 702	2 737	2 522	2 574	2 703	2 738
Sprzedaż produktów [tys t]	2 428	2 641	2 840	2 929	2 272	2 537	2 814	2 913	2 473	2 851	2 847	2 923
Wydobycie ropy [tys t]	148,5	134,6	121,1	129,3	124,3	126,1	123,4	122,5	116,6	137,4	138,4	143,2
Sprzedaż ropy [tys t]	123,8	125,7	101,0	108,7	91,5	122,5	123,4	122,5	116,6	137,4	138,4	143,2
Wydobycie gazu [mln m3]	256,3	229,0	183,1	237,2	219,8	217,1	202,8	209,6	193,5	199,3	179,5	185,6
Sprzedaż gazu [mln m3]	263,5	212,5	126,9	222,4	205,8	205,4	201,7	208,6	192,5	198,3	178,5	184,6
Sieć stacji [szt]	477	478	480	487	487	485	487	489	491	493	495	497
Przychody	3 936	4 969	5 660	6 366	5 447	5 455	6 022	6 045	5 160	6 030	6 469	6 380
Wydobycie	294	322	245	367	369	344	302	326	311	335	321	342
Rafineria	2 701	3 529	4 163	4 775	3 893	3 862	4 378	4 515	3 731	4 396	4 779	4 833
Detal	1 030	1 229	1 359	1 333	1 287	1 394	1 444	1 302	1 214	1 426	1 506	1 347
Inne/korekty	-90	-111	-108	-109	-102	-146	-100	-98	-96	-127	-137	-143
EBIT	137,8	550,6	431,8	734,6	576,5	172,9	550,6	501,8	335,1	540,8	677,6	540,0
Wydobycie	6,9	-25,7	-12,7	49,3	182,4	123,7	117,4	138,4	132,3	138,7	124,8	141,2
Rafineria	122,5	573,0	406,2	675,3	402,1	21,6	390,0	355,9	201,4	376,4	505,8	389,4
efekt LIFO	-192,0	12,0	17,2	85,9	122,8	-137,3	-22,5	15,8	-11,4	30,8	12,3	-17,6
Rafineria LIFO	314,5	561,0	389,0	589,4	279,3	158,9	412,6	340,1	212,8	345,6	493,5	407,0
Rafineria LIFO ex/FX	312,2	553,6	374,8	610,6	272,9	158,3	403,3	338,7	212,8	345,6	493,5	407,0
Detal	-0,4	11,2	39,4	7,6	2,2	23,6	43,2	7,5	1,5	25,7	47,1	9,4
Inne/korekty	8,8	-7,9	-1,1	2,4	-10,2	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operacyjne różnice kursowe (FX)	2,3	7,4	14,2	-21,2	6,4	0,6	9,2	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO	329,8	538,6	414,6	648,7	453,7	310,2	573,1	485,9	346,5	509,9	665,3	557,6
EBIT LIFO ex/FX	327,5	531,2	400,4	669,9	447,3	309,6	563,9	484,5	346,5	509,9	665,3	557,6
marża	8,3%	10,7%	7,1%	10,5%	8,2%	5,7%	9,4%	8,0%	6,7%	8,5%	10,3%	8,7%
zdarzenia jednorazowe	54,5	255,6	11,1	42,4	43,1	-65,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO ex/FX adj***	273,0	275,6	389,3	627,5	404,2	375,3	563,9	484,5	346,5	509,9	665,3	557,6
marża	6,9%	5,5%	6,9%	9,9%	7,4%	6,9%	9,4%	8,0%	6,7%	8,5%	10,3%	8,7%
Amortyzacja	262,5	259,7	238,0	307,7	226,6	210,7	222,2	221,0	234,4	234,5	234,6	234,7
EBITDA	400,3	810,3	669,8	1 042,3	803,1	383,6	772,8	722,8	569,5	775,3	912,2	774,7
EBITDA LIFO ex/FX adj***	535,5	535,3	627,3	935,2	630,8	586,0	786,1	705,6	581,0	744,5	899,9	792,3
marża	13,6%	10,8%	11,1%	14,7%	11,6%	10,7%	13,1%	11,7%	11,3%	12,3%	13,9%	12,4%
Wydobycie	156,6	193,6	118,7	220,9	265,5	212,8	203,6	228,5	216,1	222,6	208,6	225,1
Produkcja	366,3	329,0	468,4	673,9	364,1	325,5	520,8	451,1	344,8	477,5	625,4	539,0
Detal	16,4	28,4	56,7	38,4	20,0	42,0	61,7	26,0	20,1	44,4	65,8	28,3
Inne/korekty	-3,8	-15,7	-16,5	2,0	-18,8	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność finansowa	46,8	-151,5	62,1	-235,6	48,6	94,6	-21,3	-75,7	-41,4	-41,4	-41,4	-41,4
Jednostki stowarzyszone	0,5	0,8	1,3	0,3	0,2	0,9	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek	79,1	174,1	115,2	195,9	214,4	110,9	166,9	215,4	105,8	179,9	229,2	179,6
Zyski mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	106,0	225,9	380,0	303,5	410,9	157,5	362,4	209,6	187,9	319,5	407,1	319,0
Dług netto**	5 808	5 531	4 458	4 623	4 883	4 123	4 047	3 971	3 833	3 694	3 486	3 140
Dług netto/EBITDA adj	2,6	2,6	2,1	1,8	1,8	1,5	1,4	1,5	1,4	1,3	1,2	1,0

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), ** kwartalne bez leasingu, ***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]

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Dated Brent FOB	99,1	52,4	43,5	51,2	51,6	52,2	53,1	54,1	55,4	56,5	56,7	56,7	56,7
Ural CIF Rotterdam	97,4	50,6	41,1	49,9	50,6	51,2	52,1	53,1	54,4	55,5	55,7	55,7	55,7
Dyferencjał Brent - Ural	1,7	1,8	2,5	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafinerijna*	6,1	7,8	6,5	7,2	7,2	7,1	6,9	6,9	6,7	6,6	6,6	6,5	6,4
USD/PLN średni	3,2	3,8	3,9	3,8	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
USD/PLN [eop]	3,5	3,9	4,2	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Przerób ropy [tys t]	9 544	10 213	10 387	9 580	10 537	10 560	10 547	9 631	10 406	10 411	10 416	9 646	10 421
Wykorzystanie mocy	90,9%	97,5%	100,2%	103,7%	99,9%	100,1%	100,0%	91,3%	98,7%	98,7%	98,8%	99,7%	98,8%
Produkcja: [tys t]													
Diesel/Jet/LOO	5 399	5 400	5 409	5 463	5 965	6 390	6 390	5 832	6 299	6 299	6 299	5 830	6 296
Benzyna	1 420	1 495	1 506	1 439	1 530	1 530	1 530	1 384	1 506	1 506	1 506	1 383	1 506
COO/Asfalty	1 921	2 154	2 144	1 951	1 375	551	551	485	540	540	540	485	540
Inne	1 641	1 768	1 838	1 718	2 056	2 152	2 152	1 964	2 121	2 121	2 121	1 963	2 120
Wydobycie ropy [tys t]	305,2	319,5	533,5	496,2	535,7	564,1	572,9	496,7	473,9	447,7	415,6	386,0	362,5
Wydobycie gazu [mln m3]	17,8	306,6	905,6	849,3	757,9	587,8	377,9	148,2	136,4	120,8	99,2	79,8	65,8
Sieć stacji [szt]	441	476	487	489	497	505	513	521	529	537	545	553	2 232
Przychody	28 502	22 710	20 931	22 969	24 039	24 254	23 960	22 277	23 901	24 216	24 251	22 925	24 210
Wydobycie	906	699	1 228	1 340	1 310	1 232	1 083	819	794	758	698	640	595
Rafineria	22 283	16 599	15 169	16 648	17 739	18 010	17 710	16 108	17 539	17 672	17 569	16 105	17 237
Detal	5 875	5 771	4 952	5 427	5 494	5 636	5 770	5 939	6 152	6 363	6 546	6 725	6 907
Inne/korekty	-562	-359	-418	-446	-503	-624	-602	-589	-584	-577	-561	-545	-528
EBIT	-1 393,0	423,4	1 854,8	1 801,8	2 093,5	2 173,7	2 037,6	1 515,6	1 886,7	1 857,9	1 802,7	1 422,5	1 745,6
Wydobycie	-624,1	-57,4	17,8	561,9	536,9	458,6	399,8	288,4	283,0	267,7	234,2	201,3	177,0
Rafineria	-792,4	408,7	1 777,0	1 169,6	1 473,0	1 623,0	1 537,2	1 116,7	1 481,4	1 455,8	1 422,6	1 063,6	1 398,8
efekt LIFO	-962,1	-278,6	-76,9	-21,2	14,1	-2,6	-9,5	13,9	33,9	22,8	-2,1	-3,1	-2,1
Rafineria LIFO	169,7	687,3	1 853,9	1 190,8	1 458,9	1 625,6	1 546,6	1 102,8	1 447,5	1 432,9	1 424,7	1 066,7	1 400,9
Rafineria LIFO ex/FX	234,8	676,2	1 851,2	1 173,2	1 458,9	1 625,6	1 546,6	1 102,8	1 447,5	1 432,9	1 424,7	1 066,7	1 400,9
Detal	17,9	40,3	57,8	76,4	83,6	92,1	100,7	110,6	122,3	134,4	145,9	157,6	169,9
Inne/korekty	5,6	31,8	2,2	-6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO	-430,9	702,0	1 931,7	1 823,0	2 079,4	2 176,3	2 047,1	1 501,8	1 852,8	1 835,0	1 804,8	1 425,7	1 747,7
EBIT LIFO ex/FX	-365,8	690,9	1 929,0	1 805,3	2 079,4	2 176,3	2 047,1	1 501,8	1 852,8	1 835,0	1 804,8	1 425,7	1 747,7
marża	-1,3%	3,0%	9,2%	7,9%	8,7%	9,0%	8,5%	6,7%	7,8%	7,6%	7,4%	6,2%	7,2%
zdarzenia jednorazowe	-950,2	-721,1	363,7	-21,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO ex/FX adj**	584,4	1 412,0	1 565,3	1 827,2	2 079,4	2 176,3	2 047,1	1 501,8	1 852,8	1 835,0	1 804,8	1 425,7	1 747,7
marża	2,1%	6,2%	7,5%	8,0%	8,7%	9,0%	8,5%	6,7%	7,8%	7,6%	7,4%	6,2%	7,2%
Amortyzacja	808,9	714,6	1 067,9	881,3	938,2	978,4	916,8	816,1	787,0	762,2	742,2	727,6	717,6
EBITDA	-584,1	1 138,0	2 922,7	2 683,1	3 031,8	3 152,1	2 954,4	2 331,7	2 673,6	2 620,1	2 544,9	2 150,1	2 463,2
EBITDA LIFO ex/FX adj**	1 393,3	2 126,5	2 633,2	2 708,5	3 017,6	3 154,7	2 963,9	2 317,8	2 639,7	2 597,3	2 547,0	2 153,3	2 465,3
marża	4,9%	9,4%	12,6%	11,8%	12,6%	13,0%	12,4%	10,4%	11,0%	10,7%	10,5%	9,4%	10,2%
Wydobycie	505,0	339,2	689,8	910,4	872,4	768,4	666,9	470,8	451,7	424,3	381,0	340,2	309,4
Produkcja	780,8	1 667,5	1 837,6	1 661,5	1 986,6	2 218,0	2 118,9	1 657,8	1 985,9	1 957,5	1 937,9	1 572,0	1 901,4
Detal	94,5	112,2	139,9	149,7	158,6	168,3	178,1	189,2	202,1	215,4	228,1	241,1	254,5
Inne/korekty	13,0	7,6	-34,1	-13,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność finansowa	-706,2	-587,6	-278,1	46,2	-165,4	-109,9	-63,5	-65,1	-60,5	-36,4	-16,1	0,7	11,5
Jednostki stowarzyszone	-24,5	-31,1	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek	-657,3	68,0	564,2	707,6	694,6	506,4	586,8	403,7	466,4	453,5	427,7	340,1	390,1
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	-1 466,3	-263,3	1 015,2	1 140,4	1 233,5	1 557,4	1 387,3	1 046,8	1 359,7	1 367,9	1 358,9	1 083,2	1 367,0
Dług netto	5 287	5 616	4 623	3 971	3 140	1 731	797	84	-742	-1 235	-1 663	-1 914	-1 896
Dług netto/EBITDA adj**	3,8	2,6	1,8	1,5	1,0	0,5	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-0,8

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

STRATEGIA 2017-22

Cele strategiczne Lotosu

	2015	2016	cele strategiczne
EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]	2,1	2,6	4 mld PLN średnio w 2019-22
upstream	0,3	0,7	0,6 - 0,7 mld PLN średnio w 2017-18 1,6 - 1,8 mld PLN średnio w 2019-22
downstream	1,8	1,9	1,6 - 1,9 mld PLN średnio w 2019-23 2,3 - 2,7 mld PLN średnio w 2019-23
dług netto/EBITDA	2,6x	1,8x	<1,5x
CAPEX [mld PLN]	1,2	1,0	9,4 mld PLN w 2017-22 -> 1,6 mld PLN/rok
upstream	-	0,3	1,5 mld PLN w 2019-22 1,5 mld PLN w 2019-22*
downstream	-	0,7	2,1 mld PLN w 2019-23 1,0 mld PLN w 2019-23*
wydobycie tys boe/d	12	27	30-50
zasoby 2P [mln boe]	67	73	pozyskanie bazy rezerw 2P na poziomie > 60 mln boe
stacje paliw	476	487	550 w 2022

Źródło: BDM S.A., spółka, *bez dodatkowej alokacji 3,3 mld PLN do podziału między segmenty

Pod koniec 2016 roku spółka opublikowała strategię na lata 2017-22. Składa się ona z dwóch horyzontów czasowych:

- lata 2017 – 2018: koncentracja na stabilizacji przepływów pieniężnych, redukcji zadłużenia i kontynuacja rozpoczętych projektów inwestycyjnych.
- lata 2019 – 2022: dalszy rozwój w oparciu o nowy portfel projektów inwestycyjnych – na bazie środków finansowych pozyskanych ze zrealizowanych projektów, a także m.in. dzięki dyscyplinie kosztowej i programowi oszczędnościowemu.

Spółka przedstawiła cele strategiczne, w których przewiduje m.in. wzrost EBITDA LIFO do średniorocznie 4 mld PLN w latach 2019-22 oraz przeznaczenie 9,4 mld PLN na CAPEX w całym okresie strategii (3,0 mld PLN na upstream, 2,5 mld PLN na rafinerię, 0,6 mld PLN na handel, dodatkowe 3,3 mld PLN ma być alokowane do segmentów do końca 2018 roku z perspektywą wykorzystania w latach kolejnych).

Alokacja nakładów inwestycyjnych

kwota [mld PLN]	cel
3,0	rozwój upstreamu
0,8	eksploatacja obecnie produkujących polskich złóż B8 i B3, norweskich Heimdal i Sleipner
1,9	zagospodarowanie B4/B6, Utgard, Frigg Gamma Delta oraz Yme (lub innego projektu),
0,3	poszukiwanie węglowodorów
3,1	rafineria i handel
1,3	dokończenie EFRA
1,2	nakłady modernizacyjne i odtworzeniowe dla aktualnej infrastruktury technologicznej;
0,6	optymalizację sieci stacji paliw
3,3	alokacja do obszarów działalności do końca 2018 roku

Źródło: BDM S.A., spółka

Upstream

W obszarze wydobywczym Lotos planuje budowę portfela aktywów na bazie znanych dziś projektów inwestycyjnych. Spółka zamierza zwiększyć zaangażowanie w zagospodarowanie złóż, uzupełniać portfel aktywów wydobywczych w oparciu o szanse rynkowe oraz ograniczać udział koncesji dotyczących złóż będących w dojrzałej fazie wydobywania, w całym portfelu aktywów. Działania skoncentrują się na Norweskim Szelfie Kontynentalnym (ewentualna dywersyfikacja geograficzna będzie na bieżąco analizowana).

Rafineria

W obszarze produkcji w pierwszym etapie dokończy program inwestycyjny EFRA. Spółka analizuje trzy potencjalne kierunki dalszego rozwoju:

- budowa kompleksu olefinowego (z ETBE) albo przekierowanie benzyny surowej z eksportu do produkcji benzyn motorowych, lub
- wchodzenie na nowe rynki produktowe z rozszerzoną ofertą wysokomarżowych olejów bazowych II i III grupy produkowanych z własnego surowca – tj. hydrowaksu, lub
- zwiększenie niezawodności dostaw energii elektrycznej i wejście na rynek mocy poprzez budowę elektrociepłowni na własne potrzeby.

Handel

W obszarze handlu detalicznego spółka zakłada organiczny rozwój sieci detalicznej do osiągnięcia liczby 550 stacji paliw w sieci LOTOS w 2022 roku.

Koszty

Spółka planuje obniżyć koszty, co ma dać oszczędności na poziomie 300 mln PLN rocznie z pełną realizacją powtarzalnego, rocznego efektu oszczędnościowego w 2019 roku względem bazy kosztowej roku 2015.

Założenia makroekonomiczne ze strategii

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
USD/PLN	3,77	3,94	3,86	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Brent [USD/bbl]	52	44	50	57	66	63	67	69
gaz NBP [USD/boe]	36	26	28	34	35	35	42	48
marże produktowe [USD/t]								
benzyna	173	122	148	177	175	166	179	187
ON	110	72	75	114	117	117	108	104
lekki olej opałowy	98	66	68	106	110	109	100	96
paliwo lotnicze	130	84	102	142	151	149	140	137
ciężki olej opałowy	-140	-125	-132	-175	-199	-223	-231	-224

Źródło: BDM S.A., spółka

Prognozy przyjęte w aktualnej rekomendacji

DM BDM	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skoryg.	2,1	2,6	2,7	3,0	3,2	3,0	2,3	2,6
upstream	0,3	0,7	0,9	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5
downstream	1,8	1,9	1,8	2,1	2,4	2,3	1,8	2,2
dług netto/EBITDA	2,6	1,8	1,5	1,0	0,5	0,3	0,0	-0,3
CAPEX	1,2	1,0	1,7	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6
upstream	-	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
downstream	-	0,7	1,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
wydobycie tys boe/d	12	27	25	24	22	18	13	12
zasoby 2P [mln boe]	67	73	64	55	47	40	35	31
stacje paliw	476	487	489	497	505	513	521	529

Źródło: BDM S.A.

Założenia makroekonomiczne przyjęte w aktualnej rekomendacji

DM BDM	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
USD/PLN	3,77	3,94	3,79	3,63	3,58	3,51	3,47	3,47
Brent [USD/bbl]	52	44	51	52	52	53	54	55
gaz NBP [USD/boe]	36	26	30	32	32	32	32	32
marże produktowe [USD/t]								
benzyna	173	122	135	133	130	131	132	134
ON	110	72	88	91	91	91	91	92
lekki olej opałowy	98	66	78	84	84	83	83	83
paliwo lotnicze	130	84	91	114	114	114	115	116
ciężki olej opałowy	-140	-125	-110	-113	-117	-121	-125	-129

Źródło: BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	11 792	12 446	12 331	12 921	12 962	12 666	12 388	12 176	11 977	11 848	11 725	11 696	11 668
Wartości niematerialne i prawne	600	664	652	626	603	581	561	542	524	508	493	478	464
Rzeczowe aktywa trwałe	9 486	10 568	10 652	11 535	11 599	11 325	11 067	10 874	10 692	10 580	10 473	10 458	10 444
Pozostałe aktywa trwałe	1 706	1 213	1 028	760	760	760	760	760	760	760	760	760	760
Aktywa obrotowe	7 155	6 723	6 995	6 170	6 642	7 420	7 683	7 621	7 951	8 114	8 081	7 820	7 639
Zapasy	3 917	3 236	3 334	3 015	3 152	3 104	3 074	3 043	2 973	3 111	3 144	3 050	3 041
Należności krótkoterminowe	1 466	1 563	2 260	2 042	2 149	2 187	2 171	2 039	2 191	2 223	2 230	2 111	2 233
Inwestycje krótkoterminowe	1 772	1 925	1 402	1 113	1 341	2 130	2 437	2 539	2 786	2 779	2 707	2 659	2 364
-środki pieniężne i ekwiwalenty	1 377	1 384	934	645	873	1 662	1 969	2 071	2 318	2 311	2 239	2 191	1 896
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	18 947	19 169	19 326	19 091	19 604	20 087	20 071	19 798	19 927	19 961	19 807	19 516	19 307
Kapitał (fundusz) własny	8 258	7 712	8 611	9 907	10 867	11 982	12 618	12 982	13 651	14 121	14 454	14 518	14 802
Zobowiązania i rezerwy na zob.	10 689	11 457	10 715	9 184	8 737	8 105	7 453	6 816	6 277	5 840	5 352	4 998	4 505
Rezerwy na zobowiązania	1 039	1 666	1 520	1 520	1 520	1 520	1 520	1 520	1 520	1 520	1 520	1 520	1 520
Zobowiązania długoterminowe	4 558	4 509	4 017	3 076	2 472	1 853	1 225	614	36	36	36	36	36
- w tym dług oprocentowany	4 496	4 454	3 981	3 040	2 436	1 816	1 189	578	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	5 092	5 283	5 179	4 589	4 745	4 732	4 708	4 682	4 721	4 284	3 796	3 442	2 949
- w tym dług oprocentowany	2 168	2 545	1 577	1 577	1 577	1 577	1 577	1 577	1 577	1 077	577	277	0
Pasywa razem	18 947	19 169	19 326	19 091	19 604	20 087	20 071	19 798	19 927	19 961	19 807	19 516	19 307

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	28 502	22 709	20 931	22 969	24 039	24 254	23 960	22 277	23 901	24 216	24 251	22 925	24 210
Zysk (strata) na sprzedaży	-574	716	1 998	1 790	2 094	2 174	2 038	1 516	1 887	1 858	1 803	1 423	1 746
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-819	-293	-144	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	-584	1 138	2 923	2 683	3 032	3 152	2 954	2 332	2 674	2 620	2 545	2 150	2 463
EBITDA LIFO	378	1 417	2 999	2 704	3 018	3 155	2 964	2 318	2 640	2 597	2 547	2 153	2 465
EBIT	-1 393	423	1 855	1 802	2 094	2 174	2 038	1 516	1 887	1 858	1 803	1 423	1 746
EBIT LIFO	-431	702	1 932	1 823	2 079	2 176	2 047	1 502	1 853	1 835	1 805	1 426	1 748
Saldo działalności finansowej	-706	-588	-278	46	-165	-110	-63	-65	-61	-36	-16	1	12
Zysk (strata) brutto	-2 124	-195	1 579	1 848	1 928	2 064	1 974	1 451	1 826	1 821	1 787	1 423	1 757
Zysk (strata) netto	-1 466	-263	1 015	1 140	1 234	1 557	1 387	1 047	1 360	1 368	1 359	1 083	1 367

CF [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	1 380	1 488	2 654	2 644	2 253	2 673	2 433	2 081	2 159	2 056	2 087	1 967	1 743
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-958	-1 162	-1 003	-1 739	-974	-672	-623	-587	-568	-612	-599	-679	-672
Przepływy z działalności finansowej	-597	115	-1 201	-990	-1 051	-1 212	-1 503	-1 393	-1 344	-1 451	-1 559	-1 336	-1 365
Przepływy pieniężne netto	-175	441	449	-85	228	789	308	102	247	-7	-72	-49	-294
Środki pieniężne na początek okresu*	-3	-167	278	731	645	873	1 662	1 969	2 071	2 318	2 311	2 239	2 191
Środki pieniężne na koniec okresu*	-167	278	731	645	873	1 662	1 969	2 071	2 318	2 311	2 239	2 191	1 896

*poziom raportowany przez spółkę w bilansie i rachunku przepływów nie jest równy w latach 2014-16

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-7,8%	9,7%	4,7%	0,9%	-1,2%	-7,0%	7,3%	1,3%	0,1%	-5,5%	5,6%
EBITDA zmiana r/r	156,8%	-8,2%	13,0%	4,0%	-6,3%	-21,1%	14,7%	-2,0%	-2,9%	-15,5%	14,6%
EBIT zmiana r/r	338,0%	-2,9%	16,2%	3,8%	-6,3%	-25,6%	24,5%	-1,5%	-3,0%	-21,1%	22,7%
Zysk netto zmiana r/r	-485,6%	12,3%	8,2%	26,3%	-10,9%	-24,5%	29,9%	0,6%	-0,7%	-20,3%	26,2%
Marża EBITDA	14,0%	11,7%	12,6%	13,0%	12,3%	10,5%	11,2%	10,8%	10,5%	9,4%	10,2%
Marża EBITDA LIFO	14,3%	11,8%	12,6%	13,0%	12,4%	10,4%	11,0%	10,7%	10,5%	9,4%	10,2%
Marża EBIT	8,9%	7,8%	8,7%	9,0%	8,5%	6,8%	7,9%	7,7%	7,4%	6,2%	7,2%
Marża EBIT LIFO	9,2%	7,9%	8,7%	9,0%	8,5%	6,7%	7,8%	7,6%	7,4%	6,2%	7,2%
Marża brutto	7,5%	8,0%	8,0%	8,5%	8,2%	6,5%	7,6%	7,5%	7,4%	6,2%	7,3%
Marża netto	4,9%	5,0%	5,1%	6,4%	5,8%	4,7%	5,7%	5,6%	5,6%	4,7%	5,6%
ROE	11,8%	11,5%	11,4%	13,0%	11,0%	8,1%	10,0%	9,7%	9,4%	0,0%	0,0%
ROA	5,3%	6,0%	6,3%	7,8%	6,9%	5,3%	6,8%	6,9%	6,9%	0,0%	0,0%
Dług	5 557	4 616	4 013	3 393	2 766	2 155	1 577	1 077	577	277	0
D / (D+E)	28,8%	24,2%	20,5%	16,9%	13,8%	10,9%	7,9%	5,4%	2,9%	1,4%	0,0%
D / E	40,4%	31,9%	25,7%	20,3%	16,0%	12,2%	8,6%	5,7%	3,0%	1,4%	0,0%
Odsetki / EBIT	-15,0%	2,6%	-7,9%	-5,1%	-3,1%	-4,3%	-3,2%	-2,0%	-0,9%	0,0%	0,7%
Dług / kapitał własny	64,5%	46,6%	36,9%	28,3%	21,9%	16,6%	11,6%	7,6%	4,0%	1,9%	0,0%
Dług netto	4 623	3 971	3 140	1 731	797	84	-742	-1 235	-1 663	-1 914	-1 896
Dług netto / kapitał własny	53,7%	40,1%	28,9%	14,4%	6,3%	0,6%	-5,4%	-8,7%	-11,5%	-13,2%	-12,8%
Dług netto / EBITDA	1,6	1,5	1,0	0,5	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-0,8
Dług netto / EBIT	2,5	2,2	1,5	0,8	0,4	0,1	-0,4	-0,7	-0,9	-1,3	-1,1
EV	14 681	14 028	13 197	11 788	10 854	10 141	9 315	8 823	8 395	8 143	8 161
Dług / EV	37,9%	32,9%	30,4%	28,8%	25,5%	21,2%	16,9%	12,2%	6,9%	3,4%	0,0%
CAPEX / Przychody	4,8%	7,6%	4,1%	2,8%	2,7%	2,7%	2,5%	2,6%	2,6%	3,0%	2,8%
CAPEX / Amortyzacja	93,4%	197,3%	104,4%	69,8%	69,6%	74,1%	74,6%	83,1%	83,5%	96,0%	96,1%
Amortyzacja / Przychody	5,1%	3,8%	3,9%	4,0%	3,8%	3,7%	3,3%	3,1%	3,1%	3,2%	3,0%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	0,1%	0,7%	0,0%	-0,1%	-0,6%	0,3%	0,5%	0,1%	-0,7%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-18,4%	0,8%	16,0%	1,0%	10,8%	8,5%	4,9%	39,4%	83,9%	12,8%	11,5%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	9,9	8,8	8,2	6,5	7,2	9,6	7,4	7,4	7,4	9,3	7,4
P/BV*	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE*	4,8	5,0	4,6	4,0	4,4	5,4	4,7	4,7	4,8	5,6	4,8
EV/EBITDA*	5,0	5,2	4,4	3,7	3,7	4,3	3,5	3,4	3,3	3,8	3,3
EV/EBITDA LIFO*	4,9	5,2	4,4	3,7	3,7	4,4	3,5	3,4	3,3	3,8	3,3
EV/EBIT*	7,9	7,8	6,3	5,4	5,3	6,7	4,9	4,7	4,7	5,7	4,7
EV/S*	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
BVPS	46,6	53,6	58,8	64,8	68,3	70,2	73,8	76,4	78,2	78,5	80,1
EPS	5,5	6,2	6,7	8,4	7,5	5,7	7,4	7,4	7,4	5,9	7,4
CEPS	11,3	10,9	11,7	13,7	12,5	10,1	11,6	11,5	11,4	9,8	11,3
DPS	0,0	1,0	1,5	2,5	4,2	3,8	3,7	4,9	5,5	5,5	5,9
Payout ratio	0,0%	18,2%	24,3%	37,5%	50,0%	50,0%	66,0%	66,0%	75,0%	75,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 54,4 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
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	60,0	akumuluj	33,2	24.08.2017	09:09 CEST	54,4	62 700
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 3Q'17:

Kupuj	2	18%
Akumuluj	7	64%
Trzymaj	1	9%
Redukuj	1	9%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprecentowane 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 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.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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 dodatknej 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 dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 24.08.2017 roku (09:09 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.08.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

BDM nie ma obowiązku podejmowania 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.

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 24.08.2017 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.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktów interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.