



Dom Maklerski BDM S.A.

LOTOS

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 64,9 PLN

10 LISTOPAD 2017, 14:59 CEST

Wyniki Lotosu za 3Q'17 były pozytywnym zaskoczeniem (m.in. na tle rozczarowania w PKN Orlen). Przy bardzo sprzyjającym otoczeniu makro spółka wygenerowała oczyszczoną EBITDA LIFO na poziomie 0,92 mld PLN (z czego aż 0,75 mld PLN stanowił downstream). Jeszcze w wakacje przyjmowanie EBITDA w 3Q'17 w pobliżu 0,8 mld PLN było optymistycznym scenariuszem. Obecnie, mimo relatywnie nadal dość atrakcyjnej wyceny wskaźnikowej na tle rynku, coraz trudniej dostrzec nam jednak czynniki, które miałyby napędzać kurs w krótkim terminie. Baza wynikowa z 4Q'17 jest wysoka, a obecne otoczenie makro w sektorze rafineryjnym nie wygląda zbyt imponująco względem 4Q'16 czy szczególnie 3Q'17. Dodatkowo sygnały o ryzyku opóźnień w finalizacji projektu EFRA (plus odsuwania się w czasie pełnego startu wydobycia ze złoża B8), mogą być zapowiedzią, że poprawa r/r oczyszczonej EBITDA w 2018 roku, po zbudowaniu wysokiej bazy w 2017 roku, może być bardziej wymagającym zadaniem niż mogło to się wydawać kilka miesięcy temu. Pomocą może być akwizycja złóż w upstreamie, przy czym uważamy, że ostatnie zwiski cen ropy mogą rodzić problemy z wyszukiwaniem okazji rynkowych. Po serii kilku rekomendacji Akumuluj z lat 2015-17, decydujemy się obecnie obniżyć nasze zalecenie do Trzymaj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 64,9 PLN (poprzednio 60,0 PLN).

W 3Q'17 Lotos pokazał 0,92 mld PLN oczyszczonej EBITDA LIFO (vs 0,87 mld PLN konsensus). Wynik został zbudowany przede wszystkim przez bardzo dobre otoczenie makro w II połowie 3Q'17 (efekt głównie ponadprzeciętnych przestojów rafinerii na świecie) oraz pełny efekt działania gdańskiej rafinerii po postępującym remontowym w 1H'17. Nieco rozczarowująco wypadł w upstreamie – wydobycie było niższe r/r na każdym rynku mimo niskiej bazy z 3Q'16 (zarząd na konferencji wynikowej zasugerował, że należy oczekiwać przejęcia, by ten trend zatrzymać).

Po bardzo dobrych odczytach marż rafineryjnych w kolejnych miesiącach 3Q'17 (z wyraźną górką w IX'17), I połowa 4Q'17 przyniosła schłodzenie nastrojów. W październiku (8,6 USD/bbl) marża była słabsza zarówno w ujęciu r/r (przed rokiem 8,9 USD/bbl), jak i m/m (10,4 USD/bbl we wrześniu). Po przeliczeniu na PLN marża okazała się słabsza r/r o 3,6 PLN/bbl (zwracamy uwagę, że w 4Q'16 i 1Q'17 średni kurs USD/PLN przekraczał 4,0). Początek listopada nie wygląda na razie lepiej.

W średnim terminie może niepokoić pojawienie się pierwszych informacji, że główny wykonawca projektu EFRA, Kinetics Technology, widzi ryzyko niedotrzymania umownego terminu uzyskania statusu „Ready For Start Up”. Problemem jest głównie mobilizacja siły roboczej. Po 3Q'17 całkowity postęp prac projektu EFRA wyniósł 84% (vs 77% po 2Q'17). Z wcześniejszych zapowiedzi wynikało, że projekt będzie przygotowany w pełni na sezon letni 2018 roku. Obecnie oczekujemy, że na przestrzeni 2H'18 będzie trwał rozruch nowych instalacji a pierwsza kontrybucja do EBITDA pojawi się w 4Q'18.

Z ewentualnych pozytywnych czynników dal kursu zwracamy uwagę, że nasze prognozy wyników nadal są powyżej konsensusu. W średnim terminie naszym zdaniem rynek może nie doceniać wyraźnego wzrostu generowanego free cash flow w downstreamie (efekt trwałego ograniczenia przez spółkę eksportu diesla, 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 końcu 2018 roku).

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	22 709	20 931	24 183	27 887	27 357	26 423
EBITDA raportowana [mln PLN]	1 138	2 923	3 194	3 000	3 278	3 169
EBITDA LIFO [mln PLN]	1 417	2 999	2 991	3 062	3 368	3 235
EBITDA LIFO skoryg.* [mln PLN]	2 126	2 633	3 105	3 062	3 368	3 235
EBIT raportowany [mln PLN]	423	1 855	2 328	2 103	2 299	2 234
Zysk netto raportowany [mln PLN]	-263	1 015	1 689	1 259	1 675	1 537
Dług netto [mln PLN]	5 616	4 623	3 573	3 297	1 801	844
P/BV	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9
P/E	-	12,1	7,3	9,8	7,4	8,0
EV/EBITDA	15,8	5,8	5,0	5,2	4,3	4,2
EV/EBITDA LIFO	12,7	5,7	5,3	5,1	4,2	4,1
EV/EBITDA LIFO skoryg.*	8,4	6,4	5,1	5,1	4,2	4,1
EV/EBIT	42,4	9,1	6,8	7,4	6,1	5,9

*wynik skorygowany o saldo z pozostałej działalności operacyjnej, różnice kursowe oraz raportowane przez spółkę inne zdarzenia (odpisy na zapasach wg MSR2, rozpoznanie tańszych warstw ropy itp.), w 2017 wynik jest oczyszczony o koszty remontu (wpływ na EBITDA: 131 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]	64,9
Wycena porównawcza [PLN]	75,3
Wycena końcowa [PLN]	64,9
Potencjał do wzrostu / spadku	-3%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	66,7
Kapitalizacja [mln PLN]	12 331
Ilość akcji [mln. szt.]	184,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]*	67,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]*	48,5
Stopa zwrotu za 3 mc	33,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	12,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	53,3%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	53,2%
Pozostali	46,8%
*kurs zamknięcia	

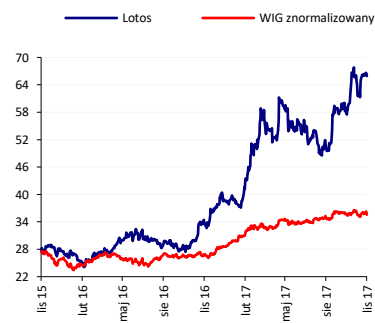
Krzysztof Pado

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 ZA 3Q'17 I PROGNOZY 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 56,9 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 8,0 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 64,9 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 projekt EFRA) przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena SOTP	100%	64,9
- Rafineria i detal		56,9
- Upstream		8,0
Wycena metodą porównawczą	0%	75,3
Wycena 1 akcji Lotosu [PLN]		64,9

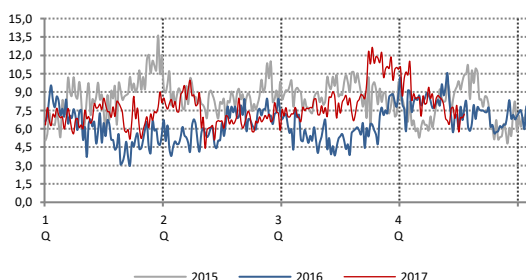
Źródło: BDM S.A.

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	54,2	61,9	59,1	57,6	57,1	57,1	57,5	57,9	58,0	58,0
Ural [USD/bbl]	110,1	107,6	97,4	50,6	41,1	52,7	60,9	58,1	56,6	56,1	56,1	56,5	56,9	57,0	57,0
Dyferencjał [USD/bbl]	1,3	1,0	1,7	1,8	2,5	1,5	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	7,7	7,2	7,2	7,3	7,2	7,1	7,0	6,9	6,8	6,7
Gaz NBP UK [usd/mmBTU]*	9,5	10,6	8,2	6,5	4,7	5,6	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
USD/PLN (średni)	3,26	3,16	3,15	3,77	3,94	3,79	3,63	3,60	3,54	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
USD/PLN (eop)	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,65	3,62	3,60	3,54	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Cena produktów [USD/t]:															
Benzyna	1 037	987	915	570	456	555	612	585	572	568	568	571	574	575	575
ON	985	943	862	507	404	499	562	540	529	525	525	527	531	531	531
COO	631	592	528	257	208	303	350	328	315	308	305	304	304	301	298
Marża na produktach [USD/t]:															
Benzyna	189	163	165	173	122	144	144	137	136	135	135	136	136	136	136
ON	138	120	112	110	70	87	93	93	92	92	92	92	92	92	92
COO	-217	-232	-222	-140	-125	-109	-118	-119	-121	-124	-127	-131	-134	-138	-141

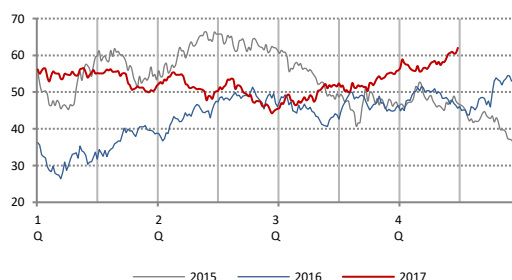
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *prognozy na bazie krzywej kontraktów forward

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. Spadek 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 od 4Q'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 (3,65).
- 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 10 listopada 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość segmentu downstream, skorygowanego o dług netto całej spółki, na poziomie 10,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 56,9 PLN.

Model DCF dla działalności rafineryjnej i handlu

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	23 336	27 103	26 778	25 938	23 608	25 211	25 347	25 499	23 929	25 550
EBIT [mln PLN]*	1 776,2	1 502,8	1 741,5	1 723,1	1 322,3	1 699,2	1 702,0	1 695,4	1 341,6	1 682,8
EBIT LIFO [mln PLN]*	1 573,3	1 564,7	1 831,6	1 789,5	1 355,6	1 694,1	1 690,9	1 687,2	1 344,7	1 684,9
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]	337,5	285,5	330,9	327,4	251,2	322,9	323,4	322,1	254,9	319,7
NOPLAT [mln PLN]*	1 438,7	1 217,3	1 410,6	1 395,7	1 071,0	1 376,4	1 378,6	1 373,3	1 086,7	1 363,1
Amortyzacja [mln PLN]	539,8	603,2	678,9	670,6	665,5	660,5	655,7	651,0	646,5	642,2
CAPEX [mln PLN]	-1 299,6	-1 095,4	-720,7	-709,1	-687,0	-677,7	-670,1	-662,7	-656,5	-650,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-235,7	-527,8	86,9	97,0	248,8	-43,6	-108,4	-15,9	203,1	-151,7
FCF [mln PLN]	443,2	197,2	1 455,7	1 454,2	1 298,3	1 315,5	1 255,8	1 345,6	1 279,7	1 203,1
DFCF [mln PLN]	438,2	179,6	1 219,5	1 119,0	916,5	851,0	743,7	728,7	633,3	543,7
Suma DFCF [mln PLN]	7 373,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	16 196,9		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	7 319,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	14 692,7									
Dług netto [mln PLN]**	3 991,5									
Dywidenda 2017 [mln PLN]	184,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	10 516,3									
Ilość akcji [mln szt.]	184,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	56,9									

*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	16,0%	16,1%	-1,2%	-3,1%	-9,0%	6,8%	0,5%	0,6%	-6,2%	6,8%
EBIT zmiana r/r	-3,2%	-15,4%	15,9%	-1,1%	-23,3%	28,5%	0,2%	-0,4%	-20,9%	25,4%
FCF zmiana r/r	-34,0%	-55,5%	638,3%	-0,1%	-10,7%	1,3%	-4,5%	7,1%	-4,9%	-6,0%
Marża EBITDA	9,9%	7,8%	9,0%	9,2%	8,4%	9,4%	9,3%	9,2%	8,3%	9,1%
Marża EBIT	7,6%	5,5%	6,5%	6,6%	5,6%	6,7%	6,7%	6,6%	5,6%	6,6%
Marża NOPLAT	6,2%	4,5%	5,3%	5,4%	4,5%	5,5%	5,4%	5,4%	4,5%	5,3%
CAPEX / Przychody	5,6%	4,0%	2,7%	2,7%	2,9%	2,7%	2,6%	2,6%	2,7%	2,5%
CAPEX / Amortyzacja	240,7%	181,6%	106,2%	105,8%	103,2%	102,6%	102,2%	101,8%	101,5%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	1,0%	1,9%	-0,3%	-0,4%	-1,1%	0,2%	0,4%	0,1%	-0,8%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,3%	14,0%	26,8%	11,5%	10,7%	2,7%	80,0%	10,5%	12,9%	9,4%

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	77,5%	81,1%	84,5%	87,5%	90,3%	92,4%	94,9%	97,2%	98,7%	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	22,5%	18,9%	15,5%	12,5%	9,7%	7,6%	5,1%	2,8%	1,3%	0,0%
WACC	8,4%	8,5%	8,7%	8,9%	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	56,4	60,6	65,8	72,4	80,9	92,6	109,5	136,1	183,9
	0,8	52,6	56,3	60,8	66,4	73,6	83,3	96,7	116,9	150,6
	0,9	49,2	52,4	56,3	61,2	67,3	75,3	86,2	102,0	126,8
	1,0	46,0	48,9	52,3	56,5	61,8	68,5	77,5	90,1	109,0
	1,1	43,1	45,7	48,7	52,4	56,9	62,6	70,1	80,3	95,0
	1,2	40,5	42,7	45,4	48,6	52,5	57,4	63,7	72,1	83,9
	1,3	38,0	40,0	42,4	45,2	48,6	52,9	58,2	65,2	74,8

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%	81,1	89,7	101,1	117,0	140,7	179,5	255,4	469,3	4961,0
	2%	68,2	74,3	82,0	92,3	106,4	127,4	161,4	226,4	399,7
	3%	58,0	62,5	68,0	75,0	84,2	96,9	115,5	145,4	201,2
	4%	49,9	53,2	57,2	62,2	68,5	76,8	88,2	104,7	131,0
	5%	43,1	45,7	48,7	52,4	56,9	62,6	70,1	80,3	95,0
	6%	37,5	39,5	41,8	44,6	47,9	52,0	57,2	64,0	73,1
	7%	32,8	34,3	36,2	38,3	40,8	43,8	47,6	52,3	58,4

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

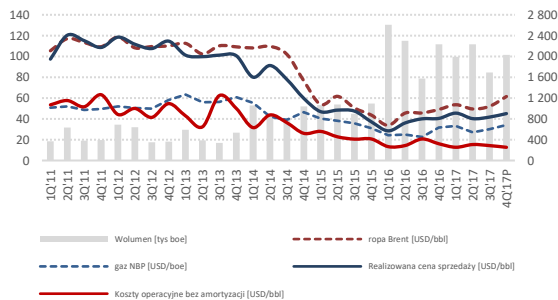
		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	1%	158,1	153,4	148,9	144,7	140,7	136,8	133,1	129,6	126,3
	2%	129,6	123,1	117,1	111,5	106,4	101,7	97,3	93,3	89,4
	3%	108,9	101,7	95,3	89,4	84,2	79,4	75,0	71,0	67,3
	4%	93,3	85,9	79,4	73,6	68,5	63,9	59,7	56,0	52,5
	5%	80,9	73,6	67,3	61,8	56,9	52,5	48,6	45,1	42,0
	6%	71,0	63,9	57,8	52,5	47,9	43,8	40,2	37,0	34,0
	7%	62,8	56,0	50,2	45,1	40,8	37,0	33,6	30,6	27,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA SEGMENTU WYDOBYWCZEGO (UPSTREAM)

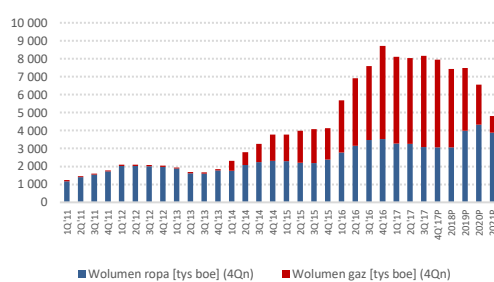
Dokonaliśmy trzech wycen cząstkowych segmentu wydobywczego: Norwegia (złoża produkcyjne w ramach aktywów Heimdal, Sleipner oraz zagospodarowanie Utgard), Litwa (Geonafra), Polska (szelf Morza Bałtyckiego: złoża B3, B8). Dla kalkulacji kosztu kapitału przyjęto takie same założenia jak w segmencie downstream,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

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 wydobywanie do wyczerpania obecnych zasobów 2P ze wszystkich złóż. Wycena uwzględnia 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 10 listopada 2017 roku.

Otrzymaliśmy wartość segmentu upstream na poziomie 1,48 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 8,0 PLN.

Segment wydobywczy – podsumowanie wyceny DCF

Podsumowanie	mln PLN	PLN/akcję
Norwegia	230,3	1,2
Litwa	199,2	1,1
Polska	1 046,8	5,7
suma	1 476,3	8,0

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]	829,3	783,6	579,0	484,4	247,4	222,7	190,1	143,2		14,0	9,3
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]	778,4	671,9	509,6	311,2	107,1	96,4	81,9	61,4		6,0	4,0
EBITDA [mln PLN]	666,8	619,4	448,7	386,8	201,8	181,7	155,0	116,7		11,4	7,6
EBIT [mln PLN]	438,5	422,3	301,8	274,3	164,4	154,1	135,8	103,9		11,0	7,6
Podatek od EBIT[mln PLN]	162,3	390,0	249,1	272,9	142,8	130,9	113,4	86,0		8,7	5,9
NOPLAT [mln PLN]	276,1	32,3	52,7	1,5	21,6	23,1	22,4	17,8		2,3	1,7
Amortyzacja [mln PLN]	228,3	197,1	146,9	112,5	37,4	27,6	19,2	12,9		0,4	0,0
CAPEX [mln PLN]	-115,7	-119,4	-129,4	-37,0	-18,7	-13,8	-9,6	-6,4		-0,2	0,0
FCF [mln PLN]	388,8	110,0	70,3	77,0	40,3	36,9	32,0	24,3		2,5	1,7
DFCF [mln PLN]	383,8	99,2	57,8	57,9	27,7	23,2	18,3	12,7		0,7	0,5
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]	701,5										
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	945,5										
Aktywo podatkowe z likwidacji [mln PLN]	474,4										
Wartość złożeń [mln PLN]	230,3										
Ilość akcji [mln szt.]	184,9										
Wartość na akcję [PLN]	1,2										
Litwa	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	59,7	77,4	70,0	64,1	59,9	57,2	55,0	52,9		40,2	32,6
Wydobycie ropy [mln bbl]	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		0,2	0,2
EBITDA [mln PLN]	47,8	63,7	57,6	52,7	49,3	47,1	45,2	43,5		33,1	26,8
EBIT [mln PLN]	26,0	42,1	36,3	31,7	28,6	26,7	25,1	23,7		14,8	26,8
Podatek od EBIT[mln PLN]	3,9	6,3	5,4	4,8	4,3	4,0	3,8	3,6		2,2	4,0
NOPLAT [mln PLN]	22,1	35,8	30,9	27,0	24,3	22,7	21,4	20,1		12,6	22,8
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]	24,3	38,0	33,0	29,1	26,4	24,7	23,4	22,1		14,4	22,8
DFCF [mln PLN]	24,0	34,2	27,2	21,9	18,1	15,5	13,4	11,6		4,4	6,3
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]	213,2										
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	14,0										
Wartość złożeń [mln PLN]	199,2										
Ilość akcji [mln szt.]	184,9										
Wartość na akcję [PLN]	1,1										
Polska	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	...	2035P	2036P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	318,3	384,8	641,7	611,7	583,1	567,1	554,8	543,3		296,9	287,8
Wydobycie ropy/kondensatu [mln bbl]	1,6	1,6	2,9	2,8	2,8	2,7	2,6	2,5		1,5	1,4
Wydobycie gazu [mln m3]	26,0	26,1	47,7	47,4	46,2	44,9	43,7	42,5		0,0	0,0
EBITDA [mln PLN]	171,2	211,0	351,4	335,4	319,8	311,0	304,1	297,7		167,4	162,3
EBIT [mln PLN]	96,0	135,6	219,7	204,7	192,8	187,5	184,0	180,9		99,9	96,8
Podatek od wydobycia węglowodorów [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	34,4	33,2	32,6	32,2	31,7		8,9	8,6
Podatek od EBIT[mln PLN]	18,2	25,8	41,8	38,9	36,6	35,6	35,0	34,4		19,0	18,4
NOPLAT [mln PLN]	77,8	109,9	178,0	131,4	122,9	119,2	116,9	114,8		72,0	69,8
Amortyzacja [mln PLN]	75,2	75,4	131,6	130,6	127,0	123,5	120,1	116,8		67,6	65,5
CAPEX [mln PLN]	-150,0	-100,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0		-44,6	-43,2
FCF [mln PLN]	3,0	85,3	229,6	182,0	169,9	162,8	157,0	151,7		95,0	92,0
DFCF [mln PLN]	3,0	76,9	189,1	136,9	116,7	102,1	89,9	79,3		18,3	16,2
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]	1 233,4										
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	186,5										
Wartość złożeń [mln PLN]	1 046,8										
Ilość akcji [mln szt.]	184,9										
Wartość na akcję [PLN]	5,7										

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 przyjąłmy wagę równą 33%. Porównując wyniki Lotosu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 13,9 mld PLN mln PLN, co odpowiada 75,3 PLN na jedną akcję.

Ze względu na brak pełnej porównywalności Lotosu do innych spółek z branży (i) Lotos nie posiada segmentu petrochemicznego, ii) kontrybucja segmentu upstream mocno fluktuuje, iii) istnieją różnice pomiędzy lokalnymi przepisami prawa w kwestii np. zapasów obowiązkowych), przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%. Zwracamy także uwagę, że wycena na bazie EV/EBITDA jest zaburzona przez prowadzoną inwestycję w program EFRA (bieżący wzrost długu; całoroczna kontrybucja EBITDA dopiero w 2019 roku).

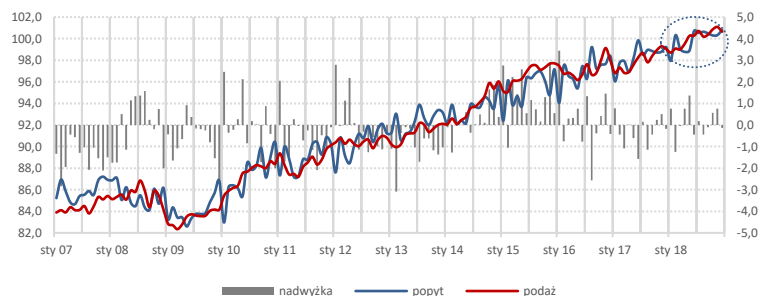
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Orlen	7,6	12,0	13,7	4,4	5,7	6,0
MOL	8,9	9,4	8,8	4,5	4,2	4,0
OMV	11,7	14,5	14,7	4,1	4,2	4,1
Tupras-Turkiye	7,8	8,7	9,1	6,3	6,6	6,8
Mediana	8,3	10,7	11,4	4,5	4,9	5,0
Lotos (D/U)	7,3	9,8	7,4	5,0	5,2	4,3
Premia/dyskonto	-12,4%	-8,4%	-35,5%	11,6%	5,4%	-14,4%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	76,2	72,8	103,3	57,7	62,4	79,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		84,1			66,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	75,3					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

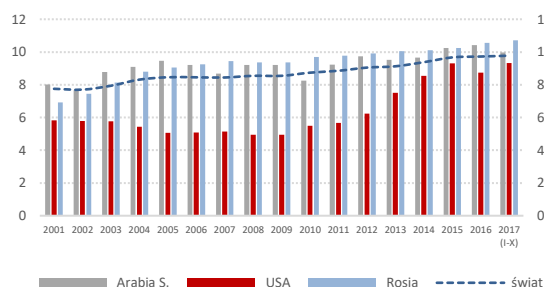
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA NA RYNKU ROPY

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



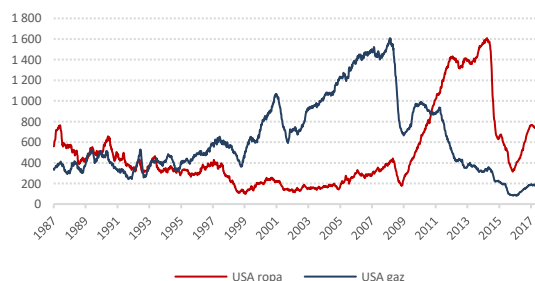
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



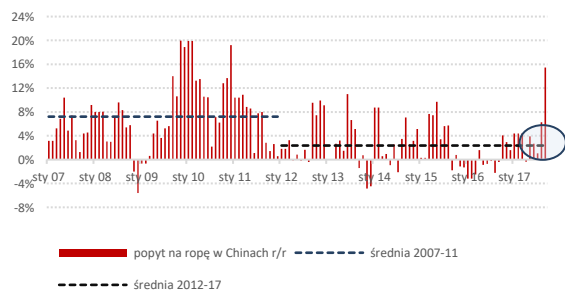
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, świat = skala prawa

Liczba aktywnych wiertni w USA



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

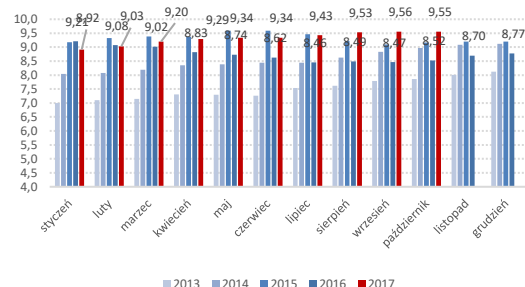
Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

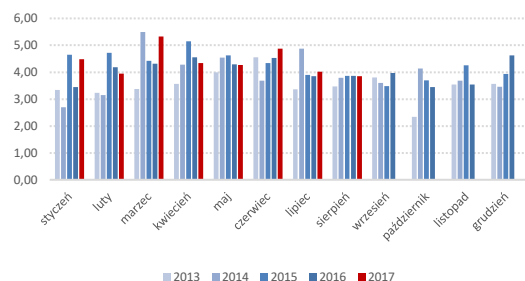
- Od czerwca cena ropy Brent zanotowała 45% rajd, wspierany m.in. wzrostem ryzyka geopolitycznego (Irak, Arabia S.) czy dynamiką popytu w Chinach. Obecnie cena przebiła już wyraźnie poziom 55-60 USD/bbl przekraczając strefę oporu, gdzie zatrzymała się poprzednia fala zwykła z końcówki 2016 roku (zaczęło wtedy systematycznie rosnać wydobycie z amerykańskich złóż niekonwencjonalnych; wyhamowało ono po lipcu, gdy ceny były wyraźnie <50 USD/bbl).
- Obecnie rynek jest nieco bardziej popytowy niż podaźowy, zapotrzebowanie na ropę systematycznie rośnie, natomiast dynamika wzrostu produkcji (poza USA) w tym roku wyraźnie przyhamowała.

Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



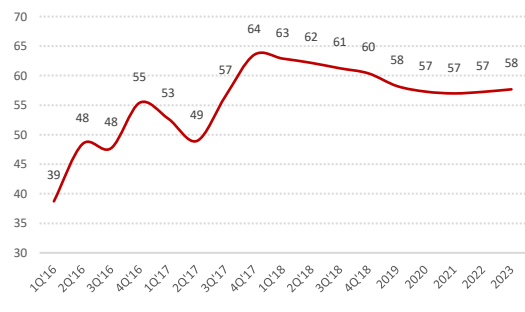
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Eksport ropy do Rosji [mln t]



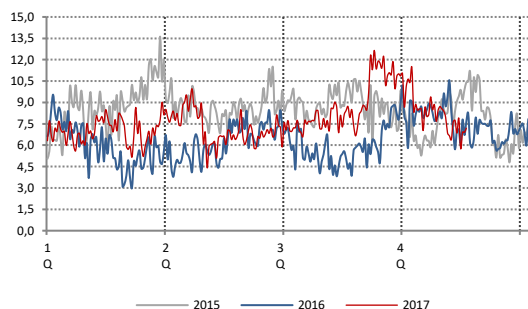
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



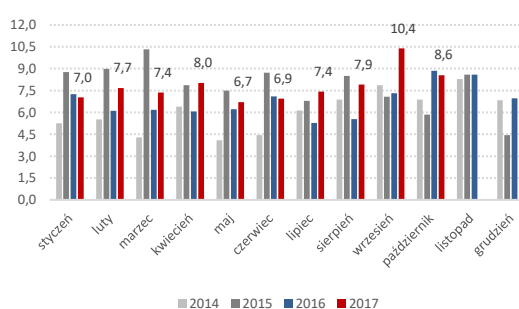
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

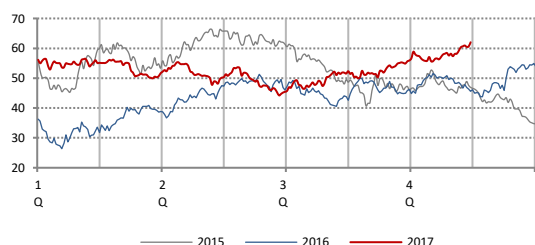
Modelowa marża rafinerijna Lotosu z dyferencjałem [USD/bbl]* - dane spółki



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

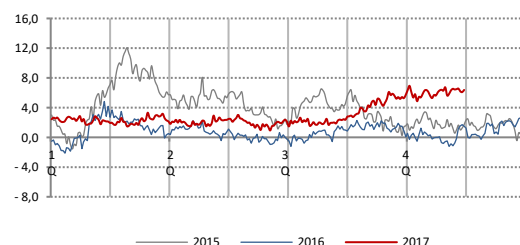
- W październiku 2017 roku modelowa marża rafinerijna Lotosu (8,6 USD/bbl) była słabsza zarówno w ujęciu r/r (przed rokiem 8,9 USD/bbl), jak i m/m (10,4 USD/bbl we wrześniu'17). Po przeliczeniu na PLN marża słabsza r/r o 3,6 PLN/bbl (największy spadek od 3Q'16).
- Już dwunasty miesiąc z rzędu słabszy r/r był dyferencjał (w październiku 1,4 USD/bbl vs 2,6 USD/bbl rok wcześniej), który był także niższy w ujęciu m/m (1,7 USD/bbl we wrześniu'17).
- Na produktach w październiku zwraca uwagę wyraźnie słabszy r/r i m/m crack na benzynie (spadek w stosunku do września wynika z normalizacji marży po okresie nałożenia się postojów remontowych i anomalii pogodowych). Nieco lepszy r/r (ale słabszy m/m) był crack na dieslu. Marża na ciężkim oleju opałowym systematycznie słabnie od szczytu z końca 2Q'17 - w październiku po raz pierwszy w tym roku była minimalnie słabsza także r/r.
- Dotychczas na początku listopada sytuacja pod względem marży nie wygląda lepiej. Do porównywalnych r/r już w październiku marż na benzynie, dołączyli ich odpowiedniki na dieslu (wszystko to pomimo relatywnie niskich zapasów zarówno w Europie jak i USA). Słabiej r/r wygląda crack na ciężkim oleju opałowym (zwracamy uwagę na wyraźny wzrost zapasów portach ARA, który zarysowuje się od połowy 3Q'17). Dyferencjał Brent-Ural waha się w okolicy 1,0 USD/bbl (średnia z 4Q'16 to >2 USD/bbl). Średnia marża w bieżącym miesiącu na bazie notowań Bloomberg'a jest o >1 USD/bbl słabsza r/r.
- Spółce nie sprzyja kurs USD/PLN. Średnia za 4Q'16 i 1Q'17 wyraźnie przekraczała 4,0.
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) wyraźnie się ostatnio rozszerzył w kierunku 5,0 USD/bbl i jest dużo mniej korzystny, jeżeli spojrzeć r/r.
- Ceny gazu na rynkach europejskich wyraźnie odbiły na przestrzeni 3Q'17, co powinno sprzyjać wynikom części wydobywczej Lotosu (z drugiej strony daje negatywny efekt dla rafinerii).
- Zwracamy uwagę na spadek r/r premii lądowych (marż hurtowych) na rynku polskim w PLN w ostatnich dwóch miesiącach (słaby wrzesień sygnalizował wcześniej Orlen). 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



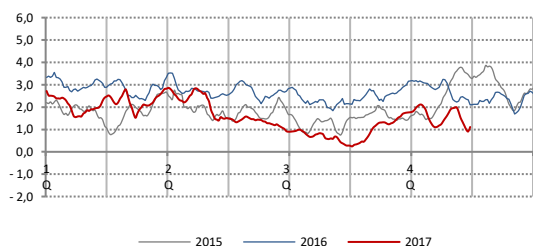
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent - WTI [USD/bbl] r/r

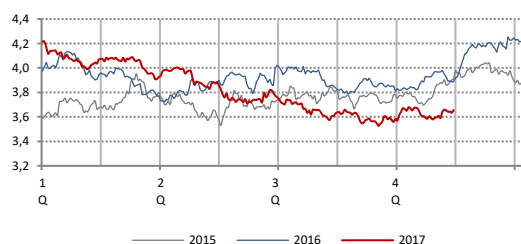


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

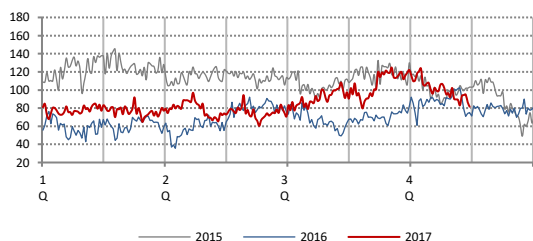
Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl, średnia 5-dni] r/r



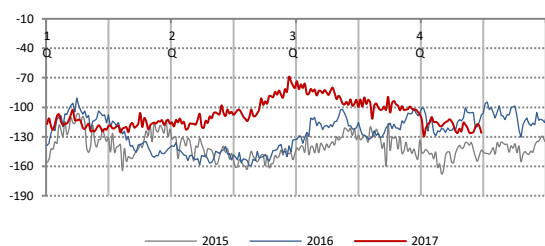
Źródło: BDM S.A., Neste Oil
USD/PLN



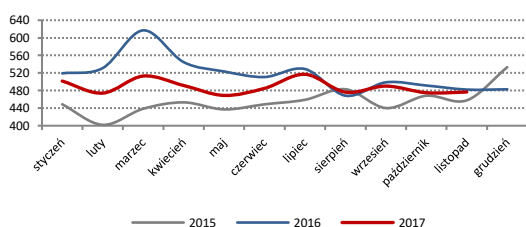
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Diesel marża [USD/t] r/r



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

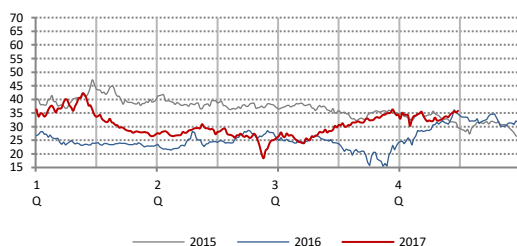


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]

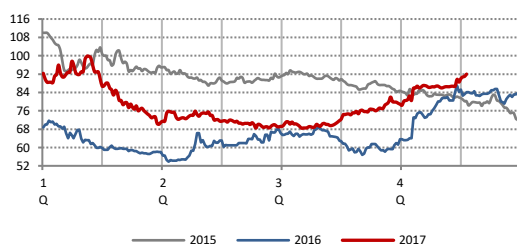


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

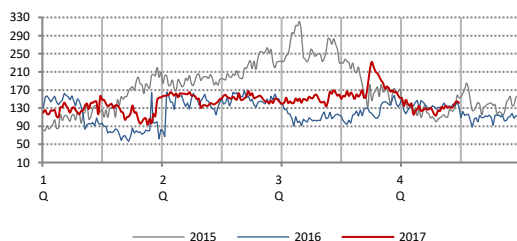
Cena gazu NBP UK [USD/boe]



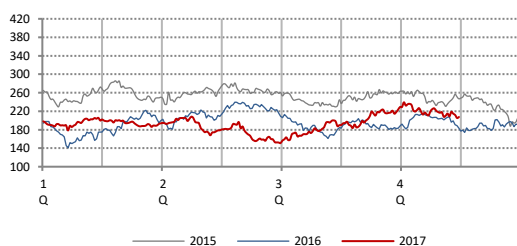
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]



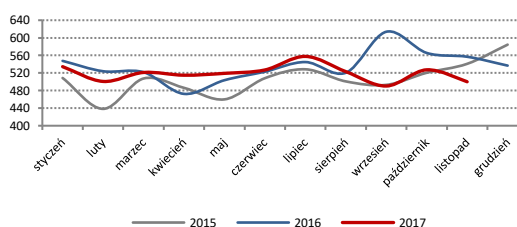
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna marża [USD/t] r/r



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

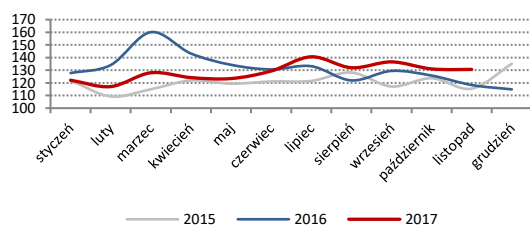


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



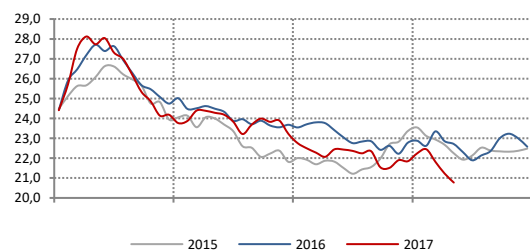
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

Benzyna – premia lądowa w Polsce [USD/t]

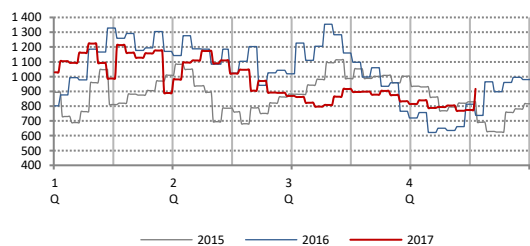


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

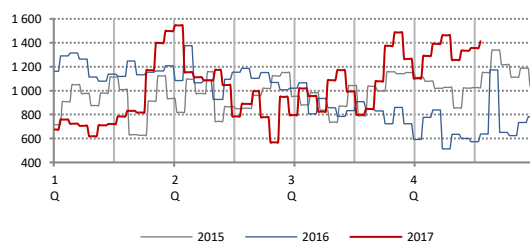
Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]



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

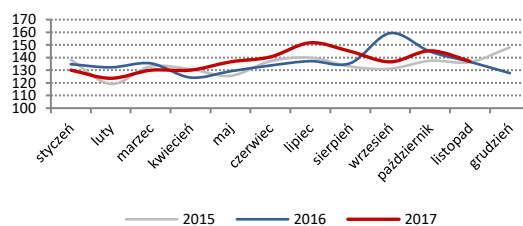


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Zapasy ciężkiego oleju opałowego w portach ARA [tys t]



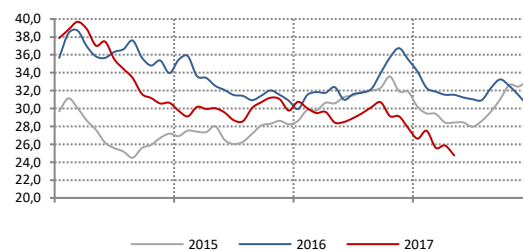
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ON – premia lądowa w Polsce [USD/t]

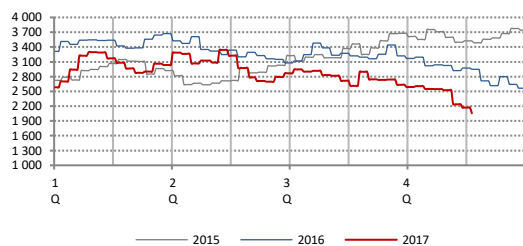


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

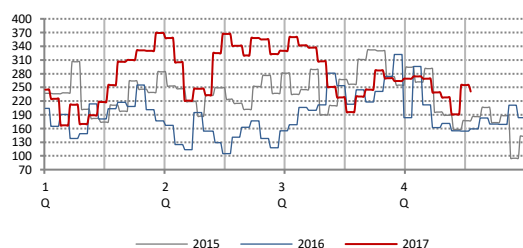
ON – zapasy/popyt USA [dni]



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



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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 3Q'17 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki 3Q'17 [mln PLN]

	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	3Q'17P BDM	odchyl	3Q'17P kons	odchyl	3Q'17P kons (zakres)
Przychody ze sprzedaży	5 660	6 263	10,6%	6 244	0,3%	6 074	3,1%	5 600 - 6 382
EBITDA	670	959	43,1%	892	7,5%	866	10,7%	800 - 941
EBITDA LIFO	652	971	48,8%	895	8,5%	-	-	-
EBITDA LIFO skorg	627	923	47,2%	887	4,1%	868	6,4%	803 - 953
EBIT	432	756	75,2%	670	12,9%	657	15,2%	589 - 729
EBIT LIFO	414	769	85,4%	672	14,4%	-	-	-
EBIT LIFO skorg	389	721	85,2%	665	-	608	18,5%	539 - 665
Zysk (strata) brutto	495	819	65,4%	668	22,6%	-	-	-
Zysk (strata) netto	380	619	62,9%	469	31,9%	482	28,5%	392 - 629
Marża EBITDA	11,8%	15,3%		14,3%		14,3%		
Marża EBITDA LIFO	11,5%	15,5%		14,3%		-		
Marża EBITDA LIFO ex/FX skorg	11,1%	14,7%		14,2%		14,3%		
Marża EBIT	7,6%	12,1%		10,7%		10,8%		
Marża zysku netto	6,7%	9,9%		7,5%		7,9%		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, konsensus = PAP

Wyniki i prognozy** wg segmentów w ujęciu kwartalnym 2016-2018 [mln PLN]

	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	2017P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P
Przychody	22 710	3 936	4 969	5 660	6 366	20 931	5 447	5 455	6 263	7 018	24 183	6 181	6 996	7 409	7 301	27 887
EBITDA	1 138	400	810	670	1 042	2 923	803	384	959	1 048	3 193	624	743	827	806	3 000
EBITDA LIFO	1 417	592	798	653	956	3 000	680	521	971	818	2 990	613	740	851	858	3 062
EBITDA LIFO skorg*	2 126	536	535	627	935	2 633	674	692	923	816	3 105	613	740	851	858	3 062
downstream	1 780	383	357	525	712	1 978	427	474	750	576	2 227	361	505	662	640	2 168
upstream	339	156	194	117	221	688	266	213	168	239	886	252	235	189	218	894
inne	7	-3	-16	-15	2	-32	-19	6	6	0	-7	0	0	0	0	0
EBIT	423	138	551	432	735	1 855	577	173	757	823	2 328	412	531	595	565	2 103
Zysk (strata) brutto	-195	185	400	495	499	1 580	625	268	819	787	2 499	375	494	558	528	1 955
Zysk (strata) netto	-263	106	226	380	303	1 015	411	157	619	502	1 689	242	318	359	340	1 259

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., a także bezpośrednie koszty przestoju remontowego)

Wyniki za 3Q'17:

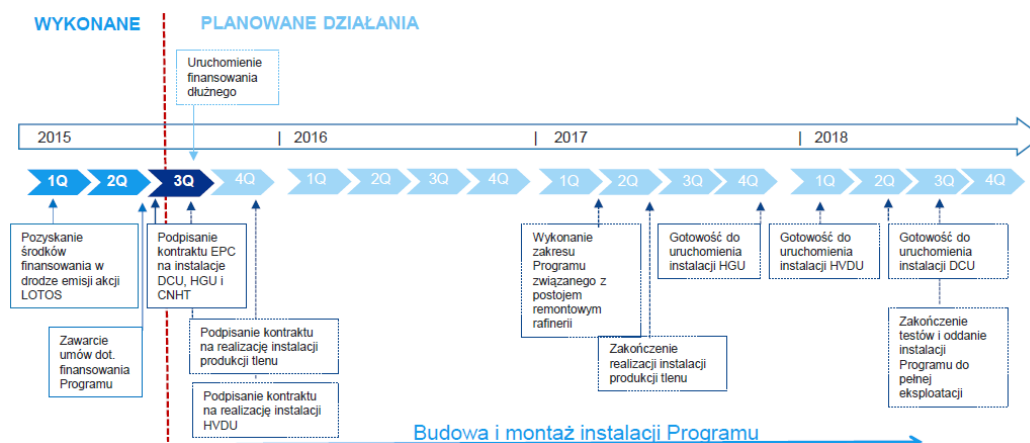
- Wyniki za 3Q'17 były wyraźnie lepsze r/r (dzięki świetnemu makro w drugiej połowie 3Q'17 oraz efektowi ograniczenie szarej strefy) i kilka procent powyżej oczekiwań na poziomie skorygowanej EBITDA LIFO (923 mln PLN).
- Wynik raportowany został dodatkowo wsparty głównie przez rozwiązanie rezerwy na koszty remontu postojowego (+18 mln PLN) oraz rozwiązanie rezerwy na zapasach (+43 mln PLN), nieznacznie natomiast obciążony przez operacyjne różnice kursowe (-15 mln PLN).
- Bardzo wysoki wynik 750 mln PLN w downstreamie (w tym 61 mln PLN w detalu – rekord w historii spółki). Natomiast nieco rozczarowujący w upstreamie na poziomie 168 mln PLN – wydobywanie było niższe r/r w każdym kraju mimo niskiej bazy z 3Q'16.
- Wynik brutto wsparty przez dodatnie saldo finansowe (+61 mln PLN). Efektywna stopa podatku na poziomie 24% relatywnie niska względem 1H'17 (ze względu na dość niską kontrybucję upstreamu norweskiego).
- Bardzo dobry cash flow operacyjny: +1,24 mld PLN w 3Q'17. Dość niski CAPEX - 0,28 mld PLN (1,08 mld PLN po 1-3Q'17).

Projekt EFRA

- Lotos podał w komentarzu do raportu kwartalnego, że główny wykonawca, Kinetics Technology, poinformowała zarząd o ryzyku niedotrzymania umownego terminu uzyskania statusu RFSU (Ready For Start Up), czyli pełnej gotowości operacyjnej tej instalacji, powołując się na problemy z mobilizacją właściwej liczby pracowników.
- Są to pierwsze oficjalne doniesienie, że realizacja projektu w zakładanym terminie może stanąć pod znakiem zapytania.
- Dla przypomnienia umowę o wartości 304 mln EUR z Kinetics Technology na projektowanie techniczne, dostawy oraz budowę w formule stałej ceny "pod klucz" trzech głównych instalacji programu EFRA (DCU, HGU i CNHT) podpisano 14 lipca 2015 roku (<https://goo.gl/FiKMJU>). W komunikacie prasowym (<https://goo.gl/vCKUiy>) doprecyzowano, że zgodnie z umową Kinetics Technology jest zobowiązany do wybudowania i przekazania do rozruchu objętych umową instalacji w terminie 32 miesięcy. Z KT zawarto także w październiku 2015 roku umowę na wykonanie instalacji HVDU o wartości 36 mln EUR.

- W prezentacji (z 14/07/2015) dotyczącej projektu gotowość do uruchomienia instalacji HGU określono na 4Q'17, HVDU na 1Q'18 a DCU na 3Q'18. Na 3Q'18 ma także przypaść zakończenie testów i oddanie instalacji programu EFRA do pełnej eksploatacji.
- Łączna wartość projektu EFRA to 518 mln EUR. Celem ma być zwiększenie marży rafineryjnej o ok. 2 USD/bbl (wzrost produkcji diesla kosztem ciężkich pozostałości przerobu ropy). Z ostatnich wypowiedzi wiceprezesa A. Boncy wynika, że docelowo EBITDA Lotosu ma dzięki projektowi wzrosnąć o minimum 500 mln PLN/rok (co w przybliżeniu daje wspomniane 2 USD/bbl). Według naszych kalkulacji na bazie obecnego otoczenia makro może to być bardziej 300-400 mln PLN (przy czym jest to kwestia m.in. dalszego kształtowania się spreadu ON-COO oraz alokacji nowej produkcji pomiędzy eksport a kraj).
- W opinii zarządu spółki, „efektywność prac prowadzonych na instalacji DCU wymaga poprawy”. Jak podano w raporcie kwartalnym prowadzone są rozmowy z KT o konieczności wdrożenia niezbędnych działań w celu dotrzymania umownego terminu zakończenia realizacji całego projektu.
- Prezes Lotosu, Marcin Jastrzębski, poinformował na konferencji wynikowej, że spółka liczy, iż wykonawca projektu EFRA dotrzyma terminów. "My mówimy o oddaniu instalacji w 2-3Q'18" - powiedział. Dodał, że deadline ze strony banków na ukończenie inwestycji to 1Q'19. Jest on przekonany, że ten termin zostanie dotrzymany. Kilka dni przed publikacją wyników wiceprezes Lotosu, Aleksander Bonca, powiedział w wywiadzie dla PAP, że „oddanie do użytku projektu EFRA nastąpi zgodnie z planem w połowie 2018 roku. Później, parę miesięcy będzie jeszcze trwał rozruch, tak więc w przyszłym roku wpływ EFRA na nasze wyniki nie będzie znaczący”.

Harmonogram projektu EFRA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, prezentacja z 14/07/2017

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.
- Po 1-3Q'17 oczyszczona EBITFIDA LIFO wynosi 2,29 mld PLN, więc wynik powyżej górnej granicy założonych widełek nie jest w tym momencie dla spółki wyzwaniem.
- Wyzwaniem jest z kolei wysoka baza z 4Q'17. Skorygowana EBITDA LIFO wyniosła wtedy aż 935 mln PLN (pierwsze szokowe efekty ograniczenie szarej strefy + mocny USD), a więc wyżej nawet niż w bardzo dobrym przecięt 3Q'17. Sezonowo 4Q jest jednak zwykle słabszy – kwestia wolumenów oraz marż rafineryjnych. W tym roku dodatkowo niekorzystnie będzie działać wysoka baza na USD/PLN. Sprzyjające ceny węglowodorów powinny sprzyjać segmentowi wydobywczemu, jednak należy pamiętać, że jego kontrybucja do wyników skonsolidowanych wyraźnie erodowała na przestrzeni ostatnich lat (m.in. ze względu na opóźnienie pełnego uruchomienia złoża B8).
- Nasze prognozy są wyraźnie powyżej konsensusu na 2017– przy czym trudno nam określić czy w konsensusie Bloomberg'a uwzględniony jest wynik raportowany czy oczyszczony. Konsensus EBITDA na poziomie 2,66 mld PLN wydaje nam się mocno niedoszacowany, biorąc pod uwagę wyniki jakie spółka wygenerowała po 1-3Q'17 (EBITDA: 2,15 mld PLN, skorygowana EBITDA LIFO: 2,29 mld PLN)
- W 4Q'17 spodziewamy się obecnie ok. 0,82-0,83 mld PLN EBITDA LIFO – wynik ok. 0,1 mld PLN słabszy q/q i r/r.
- Obecnie zakładamy, że projekt EFRA zacznie kontrybuować do wyników do 4Q'18. Z ostatnich wypowiedzi wiceprezesa A. Boncy wynika, że docelowo EBITDA Lotosu ma dzięki projektowi wzrosnąć o minimum 500 mln PLN/rok (co w przybliżeniu daje wspomniane często przez spółkę +2 USD/bbl). Według naszych kalkulacji na bazie obecnego otoczenia makro może to być bardziej 300-400 mln PLN (przy czym

jest to kwestia m.in. dalszego kształtowania się spreadu ON-COO oraz alokacji nowej produkcji pomiędzy eksport a kraj).

- 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 (zakładamy osiągnięcie optymalnych zdolności w 2019 roku) czy uruchomienie produkcji ze złoża Utgard nie zrekompensują 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. 57 USD/bbl (krzywa w ostatnich miesiącach zmieniła swój kształt na spadkowy vs koniec 2017 roku). Długoterminowy dyferencjał Brent - Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl. Tabelka 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. Jednocześnie spółka jest naturalnie zahedgowana na ceny ropy/gazu w upstreamie, przy czym brak rozwoju produkcji ograniczył ostatnio ekspozycję z tego kierunku.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2017-2019 rok [mln PLN]

	2017P			2018P			2019P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	22 969	24 183	5,3%	24 039	27 887	16,0%	24 254	27 357	12,8%
EBITDA	2 683	3 194	19,0%	3 032	3 000	-1,1%	3 152	3 278	4,0%
EBITDA LIFO	2 704	2 991	10,6%	3 018	3 062	1,5%	3 155	3 368	6,8%
EBITDA LIFO skoryg. **	2 708	3 105	14,7%	3 018	3 062	1,5%	3 155	3 368	6,8%
EBIT	1 802	2 328	29,2%	2 094	2 103	0,4%	2 174	2 299	5,8%
Zysk (strata) brutto	1 848	2 499	35,3%	1 928	1 955	1,4%	2 064	2 177	5,5%
Zysk (strata) netto	1 140	1 689	48,2%	1 234	1 259	2,0%	1 557	1 675	7,6%
Marża EBITDA	11,7%	13,2%		12,6%	10,8%		13,0%	12,0%	
Marża EBIT	7,8%	9,6%		8,7%	7,5%		9,0%	8,4%	
Marża zysku netto	5,0%	7,0%		5,1%	4,5%		6,4%	6,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja 24.08.2017, **skorygowany także o koszty przestoju (przy poprzedniej rekomendacji wynik nie był korygowany o ten czynnik)

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	22 734	24 183	6,4%	25 012	27 887	11,5%	26 267	27 357	4,1%
EBITDA	2 657	3 194	20,2%	2 809	3 000	6,8%	3 013	3 278	8,8%
EBITDA LIFO skoryg.	-	2 977	-	-	3 062	-	-	3 368	-
EBIT	1 787	2 328	30,3%	1 905	2 103	10,4%	2 025	2 299	13,6%
Zysk netto	1 258	1 689	34,2%	1 148	1 259	9,6%	1 288	1 675	30,0%
Dług netto	4 337	3 573	-17,6%	4 080	3 297	-19,2%	3 337	1 801	-46,0%
Amortyzacja	871	865	-0,7%	904	897	-0,7%	988	979	-1,0%

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

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mld PLN]

Data rekomendacji	2017P	2018P	2019P
2017-10-26	2,72	2,43	2,66
2017-10-26	2,69	2,68	2,87
2017-10-24	2,60	2,83	3,20
2017-10-09	2,55	2,94	3,06
2017-10-02	2,72	2,91	3,04
2017-09-29	2,67	2,91	0,00
2017-09-20	2,78	2,76	3,28
2017-08-29	2,68	3,03	2,94
2017-08-18	2,61	2,77	3,15

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Proгноza na 4Q'17-4Q'18 [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	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	52,1	61,5	63,1	62,4	61,6	60,7
Ural CIF Rotterdam	31,1	43,0	43,4	46,9	51,5	48,0	51,1	60,1	61,8	61,4	60,8	59,7
Dyferencjał Brent - Ural	2,7	2,6	2,3	2,2	2,1	1,6	1,0	1,4	1,3	1,0	0,8	1,0
Modelowa marża rafineryjna*	6,5	6,5	6,0	8,2	7,3	7,1	8,6	7,5	6,3	7,6	7,7	7,2
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	3,7	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	2 785	2 676	2 522	2 574	2 786	2 677
Sprzedaż produktów [tys t]	2 428	2 641	2 840	2 929	2 272	2 537	2 960	2 936	2 512	2 856	2 952	2 995
Wydobycie ropy [tys t]	148,5	134,6	121,1	129,3	124,3	126,1	111,4	120,4	116,7	117,5	104,9	111,3
Sprzedaż ropy [tys t]	123,8	125,7	101,0	108,7	91,5	122,5	79,3	106,5	103,6	104,1	94,6	99,3
Wydobycie gazu [mln m3]	256,3	229,0	183,1	237,2	219,8	217,1	173,0	194,5	193,6	191,8	143,3	169,3
Sprzedaż gazu [mln m3]	263,5	212,5	126,9	222,4	205,8	205,4	172,1	193,5	192,6	190,8	142,3	168,3
Sieć stacji [szt]	477	478	480	487	487	485	485	487	489	491	493	495
Przychody	3 936	4 969	5 660	6 366	5 447	5 455	6 263	7 018	6 181	6 996	7 409	7 301
Wydobycie	294	322	245	367	369	344	256	333	344	327	270	305
Rafineria	2 701	3 529	4 163	4 775	3 893	3 862	4 583	5 420	4 655	5 266	5 564	5 693
Detal	1 030	1 229	1 359	1 333	1 287	1 394	1 515	1 381	1 301	1 519	1 690	1 415
Inne/korekty	-90	-111	-108	-109	-102	-146	-92	-117	-119	-117	-115	-112
EBIT	137,8	550,6	431,8	734,6	576,5	172,9	756,5	822,6	412,1	530,6	595,3	564,8
Wydobycie	6,9	-25,7	-12,7	49,3	182,4	123,7	98,8	146,3	178,3	161,6	115,4	144,8
Rafineria	122,5	573,0	406,2	675,3	402,1	21,6	607,3	666,9	230,7	340,1	428,3	409,0
efekt LIFO	-192,0	12,0	17,2	85,9	122,8	-137,3	-12,1	229,5	11,0	2,6	-23,3	-52,3
Rafineria LIFO	314,5	561,0	389,0	589,4	279,3	158,9	619,4	437,5	219,7	337,5	451,6	461,2
Rafineria LIFO ex/FX	312,2	553,6	374,8	610,6	272,9	158,3	634,5	435,3	219,7	337,5	451,6	461,2
Detal	-0,4	11,2	39,4	7,6	2,2	23,6	43,1	9,3	3,2	28,9	51,6	11,1
Inne/korekty	8,8	-7,9	-1,1	2,4	-10,2	4,0	7,3	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	-15,1	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO	329,8	538,6	414,6	648,7	453,7	310,2	768,6	593,1	401,1	528,0	618,6	617,1
EBIT LIFO ex/FX	327,5	531,2	400,4	669,9	447,3	309,6	783,7	590,9	401,1	528,0	618,6	617,1
marża	8,3%	10,7%	7,1%	10,5%	8,2%	5,7%	12,5%	8,4%	6,5%	7,5%	8,3%	8,5%
zdarzenia jednorazowe	54,5	255,6	11,1	42,4	43,1	-65,7	44,7	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	739,0	590,9	401,1	528,0	618,6	617,1
marża	6,9%	5,5%	6,9%	9,9%	7,4%	6,9%	11,8%	8,4%	6,5%	7,5%	8,3%	8,5%
Amortyzacja	262,5	259,7	238,0	307,7	226,6	210,7	202,2	225,0	211,9	211,9	232,0	241,4
EBITDA	400,3	810,3	669,8	1 042,3	803,1	383,6	958,7	1 047,6	624,0	742,5	827,3	806,2
EBITDA LIFO ex/FX adj***	535,5	535,3	627,3	935,2	630,8	586,0	941,2	815,9	613,0	739,9	850,6	858,5
marża	13,6%	10,8%	11,1%	14,7%	11,6%	10,7%	15,0%	11,6%	9,9%	10,6%	11,5%	11,8%
Wydobycie	156,6	193,6	118,7	220,9	265,5	212,8	168,1	239,5	251,8	235,1	188,9	218,3
Produkcja	366,3	329,0	468,4	673,9	364,1	325,5	706,2	548,8	339,7	457,5	591,6	610,5
Detal	16,4	28,4	56,7	38,4	20,0	42,0	61,3	27,6	21,5	47,3	70,1	29,7
Inne/korekty	-3,8	-15,7	-16,5	2,0	-18,8	5,7	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność finansowa	46,8	-151,5	62,1	-235,6	48,6	94,6	60,9	-33,1	-37,0	-37,0	-37,0	-37,0
Jednostki stowarzyszone	0,5	0,8	1,3	0,3	0,2	0,9	1,6	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek	79,1	174,1	115,2	195,9	214,4	110,9	200,2	284,8	133,6	175,8	198,8	188,0
Zyski mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	106,0	225,9	380,0	303,5	410,9	157,5	618,7	501,9	241,5	317,8	359,5	339,9
Dług netto**	5 808	5 531	4 458	4 623	4 883	4 123	3 848	3 573	3 527	3 481	3 412	3 297
Dług netto/EBITDA adj	2,6	2,6	2,1	1,8	1,8	1,5	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1

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, koszty bezpośrednie remontu postojowego 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	54,2	61,9	59,1	57,6	57,1	57,1	57,5	57,9	58,0	58,0
Ural CIF Rotterdam	97,4	50,6	41,1	52,7	60,9	58,1	56,6	56,1	56,1	56,5	56,9	57,0	57,0
Dyferencjał Brent - Ural	1,7	1,8	2,5	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafineryjna*	6,1	7,8	6,4	7,7	7,2	7,2	7,3	7,2	7,1	7,0	6,9	6,8	6,7
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	9 602	10 559	10 573	10 581	9 647	10 422	10 427	10 431	9 662	10 437
Wykorzystanie mocy	90,9%	97,5%	100,2%	104,0%	100,1%	100,3%	100,4%	91,5%	98,8%	98,9%	98,9%	99,8%	99,0%
Produkcja: [tys t]													
Diesel/Jet/LOO	5 399	5 400	5 409	5 548	5 898	6 536	6 536	5 963	6 433	6 433	6 433	5 962	6 430
Benzyna	1 420	1 495	1 506	1 478	1 570	1 570	1 570	1 422	1 543	1 543	1 543	1 421	1 542
COO/Asfalty	1 921	2 154	2 144	1 956	1 791	556	556	489	544	544	544	489	544
Inne	1 641	1 768	1 838	1 720	1 962	2 106	2 106	1 916	2 072	2 072	2 072	1 915	2 071
Wydobycie ropy [tys t]	305,2	319,5	533,5	482,1	450,3	555,7	579,3	503,9	481,4	455,4	423,5	394,1	370,7
Wydobycie gazu [mln m3]	17,8	306,6	905,6	804,4	698,0	557,4	358,7	153,2	141,3	125,6	103,9	84,3	70,3
Sieć stacji [szt]	441	476	487	487	495	503	511	519	527	535	543	551	559
Przychody	28 502	22 710	20 931	24 183	27 887	27 357	26 423	23 855	25 434	25 537	25 642	24 029	25 620
Wydobycie	906	699	1 228	1 302	1 246	1 291	1 160	890	847	800	739	680	633
Rafineria	22 283	16 599	15 169	17 758	21 178	20 809	19 901	17 453	18 883	18 828	18 784	17 028	18 461
Detal	5 875	5 771	4 952	5 578	5 925	5 970	6 038	6 155	6 329	6 518	6 715	6 902	7 089
Inne/korekty	-562	-359	-418	-456	-462	-712	-676	-643	-624	-610	-596	-580	-563
EBIT	-1 393,0	423,4	1 854,8	2 328,5	2 102,9	2 299,4	2 233,9	1 708,0	2 067,4	2 046,9	2 003,8	1 613,2	1 926,6
Wydobycie	-624,1	-57,4	17,8	551,2	600,1	557,9	510,8	385,8	368,2	344,9	308,4	271,6	243,7
Rafineria	-792,4	408,7	1 777,0	1 697,9	1 408,1	1 640,8	1 615,5	1 206,1	1 572,5	1 563,8	1 545,1	1 179,1	1 507,9
efekt LIFO	-962,1	-278,6	-76,9	202,9	-61,9	-90,0	-66,4	-33,4	5,2	11,1	8,2	-3,1	-2,1
Rafineria LIFO	169,7	687,3	1 853,9	1 495,1	1 470,0	1 730,8	1 681,9	1 239,5	1 567,3	1 552,6	1 536,9	1 182,2	1 510,0
Rafineria LIFO ex/FX	234,8	676,2	1 851,2	1 501,0	1 470,0	1 730,8	1 681,9	1 239,5	1 567,3	1 552,6	1 536,9	1 182,2	1 510,0
Detal	17,9	40,3	57,8	78,2	94,7	100,7	107,6	116,2	126,7	138,2	150,3	162,4	175,0
Inne/korekty	5,6	31,8	2,2	1,1	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	2 125,6	2 164,7	2 389,4	2 300,3	1 741,4	2 062,3	2 035,8	1 995,7	1 616,3	1 928,7
EBIT LIFO ex/FX	-365,8	690,9	1 929,0	2 131,5	2 164,7	2 389,4	2 300,3	1 741,4	2 062,3	2 035,8	1 995,7	1 616,3	1 928,7
marża	-1,3%	3,0%	9,2%	8,8%	7,8%	8,7%	8,7%	7,3%	8,1%	8,0%	7,8%	6,7%	7,5%
zdarzenia jednorazowe	-950,2	-721,1	363,7	-108,2	0,0	0,0	0,0	-170,0	0,0	0,0	0,0	-170,0	0,0
EBIT LIFO ex/FX adj**	584,4	1 412,0	1 565,3	2 239,7	2 164,7	2 389,4	2 300,3	1 911,4	2 062,3	2 035,8	1 995,7	1 786,3	1 928,7
marża	2,1%	6,2%	7,5%	9,3%	7,8%	8,7%	8,7%	8,0%	8,1%	8,0%	7,8%	7,4%	7,5%
Amortyzacja	808,9	714,6	1 067,9	865,2	897,2	978,7	934,7	850,6	832,0	815,1	800,6	788,2	777,4
EBITDA	-584,1	1 138,0	2 922,7	3 193,7	3 000,0	3 278,1	3 168,6	2 558,7	2 899,4	2 862,0	2 804,4	2 401,4	2 704,0
EBITDA LIFO ex/FX adj**	1 393,3	2 126,5	2 633,2	3 104,9	3 061,9	3 368,1	3 235,0	2 762,0	2 894,3	2 850,9	2 796,2	2 574,5	2 706,1
marża	4,9%	9,4%	12,6%	12,8%	11,0%	12,3%	12,2%	11,6%	11,4%	11,2%	10,9%	10,7%	10,6%
Wydobycie	505,0	339,2	689,8	885,9	894,1	857,7	774,9	570,9	539,7	504,4	458,0	413,3	378,9
Produkcja	780,8	1 667,5	1 837,6	2 075,6	1 999,3	2 334,7	2 276,3	1 827,5	2 149,1	2 128,4	2 106,9	1 746,5	2 068,7
Detal	94,5	112,2	139,9	150,9	168,6	175,8	183,8	193,6	205,4	218,1	231,4	244,7	258,4
Inne/korekty	13,0	7,6	-34,1	-7,5	0,0	0,0	0,0	170,0	0,0	0,0	0,0	170,0	0,0
Działalność finansowa	-706,2	-587,6	-278,1	171,0	-148,0	-122,6	-61,7	-53,9	-56,6	-35,9	-16,0	0,0	10,5
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	810,4	696,1	501,8	635,7	461,9	517,2	502,2	476,0	385,0	432,1
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	1 689,0	1 258,7	1 675,0	1 536,5	1 192,2	1 493,6	1 508,8	1 511,9	1 228,2	1 505,0
Dług netto	5 287	5 616	4 623	3 573	3 297	1 801	844	106	-627	-1 087	-1 491	-1 810	-1 783
Dług netto/EBITDA adj**	3,8	2,6	1,8	1,2	1,1	0,5	0,3	0,0	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7

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 przeszacowaniu zapasów, koszty bezpośrednie postojów remontowych

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	3,1	3,1	3,4	3,2	2,8	2,9
upstream	0,3	0,7	0,9	0,9	0,9	0,8	0,6	0,5
downstream	1,8	1,9	2,2	2,2	2,5	2,5	2,2	2,4
dług netto/EBITDA	2,6	1,8	1,2	1,1	0,5	0,3	0,0	-0,2
CAPEX	1,2	1,0	1,5	1,2	0,8	0,8	0,8	0,8
upstream	-	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
downstream	-	0,7	1,3	1,0	0,6	0,7	0,7	0,7
wydobycie tys boe/d	12	27	24	21	21	18	13	13
zasoby 2P [mln boe]	67	73	64	56	48	42	37	32
stacje paliw	476	487	487	495	503	511	519	527

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	3,60	3,54	3,50	3,50
Brent [USD/bbl]	52	44	54	62	59	58	57	57
gaz NBP [USD/boe]	36	26	31	35	35	35	35	35
marże produktowe [USD/t]								
benzyna	173	122	144	144	137	136	135	135
ON	110	70	87	93	93	92	92	92
lekki olej opałowy	98	62	76	81	82	82	82	82
paliwo lotnicze	134	94	115	106	111	117	117	117
ciężki olej opałowy	-140	-125	-109	-118	-119	-121	-124	-127

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	12 734	13 083	12 936	12 816	12 754	12 699	12 652	12 612	12 578	12 549
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	11 347	11 720	11 595	11 495	11 451	11 415	11 384	11 360	11 340	11 324
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	7 149	7 346	7 953	8 051	7 823	8 166	8 291	8 228	7 991	7 796
Zapasy	3 917	3 236	3 334	3 619	3 808	3 563	3 412	3 279	3 163	3 316	3 335	3 223	3 182
Należności krótkoterminowe	1 466	1 563	2 260	2 158	2 507	2 477	2 399	2 183	2 332	2 344	2 358	2 213	2 363
Inwestycje krótkoterminowe	1 772	1 925	1 402	1 371	1 031	1 914	2 240	2 361	2 672	2 631	2 535	2 555	2 251
-środki pieniężne i ekwiwalenty	1 377	1 384	934	903	563	1 446	1 772	1 893	2 204	2 163	2 067	2 087	1 783
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	18 947	19 169	19 326	19 883	20 429	20 889	20 868	20 577	20 866	20 943	20 841	20 570	20 345
Kapitał (fundusz) własny	8 258	7 712	8 611	10 448	11 441	12 662	13 382	13 818	14 525	15 048	15 428	15 523	15 799
Zobowiązania i rezerwy na zob.	10 689	11 457	10 715	9 435	8 988	8 227	7 485	6 759	6 341	5 895	5 412	5 047	4 546
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	2 936	2 319	1 706	1 076	459	36	36	36	36	36
- w tym dług oprocentowany	4 496	4 454	3 981	2 900	2 283	1 670	1 039	422	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	5 092	5 283	5 179	4 980	5 150	5 001	4 890	4 781	4 785	4 339	3 856	3 491	2 990
- 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	19 883	20 429	20 889	20 868	20 577	20 866	20 943	20 841	20 570	20 345

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	24 183	27 887	27 357	26 423	23 855	25 434	25 537	25 642	24 029	25 620
Zysk (strata) na sprzedaży	-574	716	1 998	2 315	2 103	2 299	2 234	1 708	2 067	2 047	2 004	1 613	1 927
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-819	-293	-144	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	-584	1 138	2 923	3 194	3 000	3 278	3 169	2 559	2 899	2 862	2 804	2 401	2 704
EBITDA LIFO	378	1 417	2 999	2 991	3 062	3 368	3 235	2 592	2 894	2 851	2 796	2 405	2 706
EBIT	-1 393	423	1 855	2 328	2 103	2 299	2 234	1 708	2 067	2 047	2 004	1 613	1 927
EBIT LIFO	-431	702	1 932	2 126	2 165	2 389	2 300	1 741	2 062	2 036	1 996	1 616	1 929
Saldo działalności finansowej	-706	-588	-278	171	-148	-123	-62	-54	-57	-36	-16	0	11
Zysk (strata) brutto	-2 124	-195	1 579	2 499	1 955	2 177	2 172	1 654	2 011	2 011	1 988	1 613	1 937
Zysk (strata) netto	-1 466	-263	1 015	1 689	1 259	1 675	1 537	1 192	1 494	1 509	1 512	1 228	1 505

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	2 686	1 939	2 906	2 678	2 350	2 348	2 245	2 309	2 206	1 937
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-958	-1 162	-1 003	-1 535	-1 242	-824	-801	-772	-760	-749	-742	-736	-731
Przepływy z działalności finansowej	-597	115	-1 201	-978	-1 038	-1 199	-1 550	-1 457	-1 278	-1 537	-1 663	-1 450	-1 510
Przepływy pieniężne netto	-175	441	449	173	-341	883	327	121	311	-41	-96	20	-304
Środki pieniężne na początek okresu*	-3	-167	278	731	903	563	1 446	1 772	1 893	2 204	2 163	2 067	2 087
Środki pieniężne na koniec okresu*	-167	278	731	903	563	1 446	1 772	1 893	2 204	2 163	2 067	2 087	1 783

*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%	15,5%	15,3%	-1,9%	-3,4%	-9,7%	6,6%	0,4%	0,4%	-6,3%	6,6%
EBITDA zmiana r/r	156,8%	9,3%	-6,1%	9,3%	-3,3%	-19,3%	13,3%	-1,3%	-2,0%	-14,4%	12,6%
EBIT zmiana r/r	338,0%	25,5%	-9,7%	9,3%	-2,8%	-23,5%	21,0%	-1,0%	-2,1%	-19,5%	19,4%
Zysk netto zmiana r/r	-485,6%	66,4%	-25,5%	33,1%	-8,3%	-22,4%	25,3%	1,0%	0,2%	-18,8%	22,5%
Marża EBITDA	14,0%	13,2%	10,8%	12,0%	12,0%	10,7%	11,4%	11,2%	10,9%	10,0%	10,6%
Marża EBITDA LIFO	14,3%	12,4%	11,0%	12,3%	12,2%	10,9%	11,4%	11,2%	10,9%	10,0%	10,6%
Marża EBIT	8,9%	9,6%	7,5%	8,4%	8,5%	7,2%	8,1%	8,0%	7,8%	6,7%	7,5%
Marża EBIT LIFO	9,2%	8,8%	7,8%	8,7%	8,7%	7,3%	8,1%	8,0%	7,8%	6,7%	7,5%
Marża brutto	7,5%	10,3%	7,0%	8,0%	8,2%	6,9%	7,9%	7,9%	7,8%	6,7%	7,6%
Marża netto	4,9%	7,0%	4,5%	6,1%	5,8%	5,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,1%	5,9%
ROE	11,8%	16,2%	11,0%	13,2%	11,5%	8,6%	10,3%	10,0%	9,8%	0,0%	0,0%
ROA	5,3%	8,5%	6,2%	8,0%	7,4%	5,8%	7,2%	7,2%	7,3%	0,0%	0,0%
Dług	5 557	4 476	3 859	3 247	2 616	1 999	1 577	1 077	577	277	0
D / (D+E)	28,8%	22,5%	18,9%	15,5%	12,5%	9,7%	7,6%	5,1%	2,8%	1,3%	0,0%
D / E	40,4%	29,1%	23,3%	18,4%	14,3%	10,8%	8,2%	5,4%	2,8%	1,4%	0,0%
Odsetki / EBIT	-15,0%	7,3%	-7,0%	-5,3%	-2,8%	-3,2%	-2,7%	-1,8%	-0,8%	0,0%	0,5%
Dług / kapitał własny	64,5%	42,8%	33,7%	25,6%	19,5%	14,5%	10,9%	7,2%	3,7%	1,8%	0,0%
Dług netto	4 623	3 573	3 297	1 801	844	106	-627	-1 087	-1 491	-1 810	-1 783
Dług netto / kapitał własny	53,7%	34,2%	28,8%	14,2%	6,3%	0,8%	-4,3%	-7,2%	-9,7%	-11,7%	-11,3%
Dług netto / EBITDA	1,6	1,1	1,1	0,5	0,3	0,0	-0,2	-0,4	-0,5	-0,8	-0,7
Dług netto / EBIT	2,5	1,5	1,6	0,8	0,4	0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-1,1	-0,9
EV	16 955	15 904	15 628	14 132	13 175	12 437	11 704	11 244	10 840	10 521	10 548
Dług / EV	32,8%	28,1%	24,7%	23,0%	19,9%	16,1%	13,5%	9,6%	5,3%	2,6%	0,0%
CAPEX / Przychody	4,8%	6,3%	4,5%	3,0%	3,1%	3,3%	3,1%	3,0%	3,0%	3,1%	2,9%
CAPEX / Amortyzacja	93,4%	177,4%	139,0%	85,0%	87,2%	92,6%	93,5%	94,2%	95,0%	95,7%	96,2%
Amortyzacja / Przychody	5,1%	3,6%	3,2%	3,6%	3,5%	3,6%	3,3%	3,2%	3,1%	3,3%	3,0%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	1,8%	1,7%	-0,6%	-0,6%	-1,2%	0,2%	0,5%	0,1%	-0,9%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-18,4%	13,5%	12,6%	33,4%	17,5%	11,0%	3,1%	116,2%	22,9%	12,8%	9,4%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	12,1	7,3	9,8	7,4	8,0	10,3	8,3	8,2	8,2	10,0	8,2
P/BV*	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/CE*	5,9	4,8	5,7	4,6	5,0	6,0	5,3	5,3	5,3	6,1	5,4
EV/EBITDA*	5,8	5,0	5,2	4,3	4,2	4,9	4,0	3,9	3,9	4,4	3,9
EV/EBITDA LIFO*	5,7	5,3	5,1	4,2	4,1	4,8	4,0	3,9	3,9	4,4	3,9
EV/EBIT*	9,1	6,8	7,4	6,1	5,9	7,3	5,7	5,5	5,4	6,5	5,5
EV/S*	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	46,6	56,5	61,9	68,5	72,4	74,7	78,6	81,4	83,5	84,0	85,5
EPS	5,5	9,1	6,8	9,1	8,3	6,4	8,1	8,2	8,2	6,6	8,1
CEPS	11,3	13,8	11,7	14,4	13,4	11,1	12,6	12,6	12,5	10,9	12,3
DPS	0,0	1,0	1,5	2,5	4,5	4,2	4,3	5,3	6,1	6,1	6,6
Payout ratio	0,0%	18,2%	16,4%	36,7%	50,0%	50,0%	66,0%	66,0%	75,0%	75,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 66,7 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
trzymaj	64,9	akumuluj	60,0 (w tym DPS=1,0 PLN)	10.11.2017	14:59 CEST	66,7	63 606
akumuluj	60,0 (w tym DPS=1,0 PLN)	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 4Q'17:

Kupuj	3	27%
Akumuluj	2	18%
Trzymaj	4	36%
Redukuj	2	18%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany 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 10.11.2017 roku (14:59 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.11.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

BDM nie ma obowiązku podejmowania 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 10.11.2017 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.
- 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 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.