



Dom Maklerski BDM S.A.

LOTOS

RAPORT ANALITYCZNY

Akcje Lotosu w lipcu zachowywały się lepiej niż WIG, ale słabiej na tle PKN Orlen. Potencjał do pozytywnego zaskoczenia w wynikach 2Q'19 w gdańskiej spółce nie jest tak duży jak w Płocku. Zwracamy jednocześnie uwagę na poprawę otoczenia makro w rafinerii w lipcu (marża modelowa po trzech miesiącach przerwy będzie wyższa r/r). Z końcem czerwca spółce udało się w końcu uzyskać stan gotowości do rozruchu instalacji DCU (kluczowy element projektu EFRA), która w 4Q'19, jeśli nic nie stanie na przeszkodzie, powinna zacząć kontrybuować do wyników spółki. Tym samym może się to zbliżyć w czasie z wyższym popytem na średnie destylaty związanym z wejściem w życie regulacji IMO 2020. Ostatnie wypowiedzi płynące ze spółek z branży rafinerijnej (np. SK Innovation, Repsol czy S-Oil) wskazują na optymizm w kwestii marż już w końcowym okresie 2019 roku. Przy obecnych poziomach kursu akcji decydujemy się podnieść naszą rekomendację z Trzymaj do Akumuluj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 93,7 PLN.

W 1Q'19 Lotos pokazał 16% wzrost r/r oczyszczonej EBITDA LIFO (0,63 mld PLN). Okres 2Q'19 przyniósł niższą r/r marżę rafinerijną, jednak jej wpływ na wyniki powinien być w dużej mierze amortyzowany przez korzystniejszy kurs USD/PLN oraz lepsze spotowe premie łądowe. Niskie ceny gazu odbijają się jednak na wyniku upstreamu, przez co należy jednak liczyć się ze spadkiem skonsolidowanej EBITDA LIFO r/r.

W lipcu jak na razie średnia marża modelowa wynosi 8,6 USD/bbl, co oznacza, że będzie to pierwszy miesiąc od marca, w którym spółka poprawi odczyt r/r (7,7 USD/bbl w lipcu'18; 7,4 USD/bbl w całym 2Q'18).

Konsensus na poziomie EBITDA na cały 2019 rok wynosi według Bloombergu 3,05 mld PLN, co oznacza lekki spadek r/r. Nasze założenia są nieco bardziej optymistyczne. W całym 2019 zakładamy skorygowaną EBITDA LIFO na poziomie 3,16 mld PLN (porównywalnie r/r). Nadzieje dla wzrostu wiążemy z przyszłym rokiem (zakładamy blisko 3,8 mld PLN EBITDA LIFO). Do rezultatów w całości powinien już kontrybuować projekt EFRA (ok. 0,5-0,6 mld PLN), natomiast w segmencie wydobywczym pojawi się złożę Utgard (w optymistycznym scenariuszu jeszcze w końcówce 2019 roku) oraz być może złożę Yme (planowany start produkcji w 2Q'20, w modelu zakładamy w 2021). Przyjmujemy też wyższe niż w tym roku ceny gazu (zgodnie z krzywą forward), co powinno pozytywnie wpłynąć na wynik upstreamu.

Przypominamy, że w strategii z 2016 roku celowano w średnio 3,8-4,4 mld PLN EBITDA LIFO w latach 2019-22 (jednak rok opóźnienia ma EFRA i nie zrealizowano części planów w upstreamie, natomiast z drugiej strony duże wsparcie dla wyników stanowi ograniczenie szarej strefy). Według ostatnich zapowiedzi aktualizacja strategii miała być przedstawiona w 3Q'19, jednak nie można wykluczyć, że ostatnie zmiany w zarządzie spowodują dalsze obsunięcie. Przed spółką także m.in. decyzja o zaangażowaniu w projekt Polimery Police (potencjalnie do 500 mln PLN, czyli 2,7 PLN/akcję Lotosu). Zwracamy uwagę, że w przyszłym roku CAPEX będzie w zasadzie opierał się tylko na inwestycjach odtworzeniowych (kwartalna amortyzacja to obecnie ok. 0,2 mld PLN) oraz ukończeniu projektów wydobywczych B8 i Yme. Wraz z aktualizacją strategii powinny pojawić decyzje odnośnie nowych projektów inwestycyjnych.

W naszych średnioterminowych prognozach ostrożnie podchodzimy do potencjalnych efektów wprowadzenia regulacji IMO 2020. Kontrakty terminowe nie wskazują dotychczas na skokowy wzrost marż na średnich destylatach w przyszłym roku (zauważalne są natomiast niższe ceny terminowe ciężkich produktów). Jednocześnie przy publikacji wyników za 2Q'19 m.in. SK Innovation, Repsol czy S-Oil zapowiedziały, że oczekują wzrost marż już w 2H'19.

Na początku lipca PKN Orlen złożył wniosek do KE w sprawie przejęcia Lotosu. Według ostatnich zapowiedzi KE ma się wypowiedzieć w tej sprawie do 7 sierpnia. Ostatnie wypowiedzi płynące z PKN są dużo bardziej zachowawcze niż kilka miesięcy wcześniej. Na obecnym etapie nie uwzględniamy skutków transakcji w prognozach (np. możliwych do wypracowania efektów synergii).

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	20 931	24 186	30 122	29 522	30 978	27 671
EBITDA raportowana [mln PLN]	2 923	3 073	3 704	3 021	3 650	3 271
EBITDA LIFO [mln PLN]	2 999	2 902	3 204	3 142	3 762	3 385
EBITDA LIFO skoryg.* [mln PLN]	2 633	3 049	3 138	3 159	3 766	3 557
EBIT raportowany [mln PLN]	1 855	2 229	2 981	2 161	2 672	2 210
Zysk netto raportowany [mln PLN]	1 015	1 672	1 587	1 334	1 725	1 205
Dług netto [mln PLN]	4 623	2 468	1 909	2 126	435	-336
P/BV	1,9	1,5	1,3	1,3	1,1	1,1
P/E	15,9	9,6	10,2	12,1	9,3	13,4
EV/EBITDA	7,1	6,0	4,9	6,0	4,5	4,8
EV/EBITDA LIFO	6,9	6,4	5,6	5,8	4,4	4,7
EV/EBITDA LIFO skoryg.*	7,9	6,1	5,7	5,8	4,4	4,4
EV/EBIT	11,2	8,3	6,0	8,4	6,2	7,1

*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, postój remontowy itp.)

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 93,7 PLN

31 LIPIEC 2019, 13:20 CEST

Wycena SOTP [PLN]	93,7
Wycena porównawcza [PLN]	72,8
Wycena końcowa [PLN]	93,7
Potencjał do wzrostu / spadku	7,5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	87,2
Kapitalizacja [mln PLN]	16 121
Ilość akcji [mln. szt.]	184,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]*	98,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]*	71,1
Stopa zwrotu za 3 mc	4,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	25,9%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	53,2%
Pozostali	46,8%
*kurs zamknięcia	

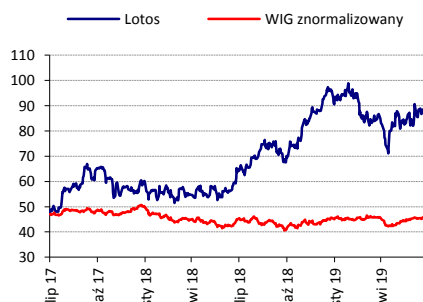
Krzysztof Pado

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 HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	14
STRATEGIA ORAZ CZYNNIKI MOGĄCE WPŁYNAĆ NA WYCENĘ W PRZYSZŁOŚCI.....	17
DANE FINANSOWE	20

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Lotos powstała w oparciu o SOTP. Dokonaliśmy osobnej wyceny działalności rafineryjno-detalicznej (downstream) oraz poszukiwawczo-wydobywczej (upstream) w oparciu o modele zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF/NPV). Wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość segmentu rafineryjno-detalicznego na poziomie 87,2 PLN (wycena segmentu uwzględnia cały dług spółki). Natomiast wycena poszczególnych projektów wydobywczych (Polska, Litwa, Norwegia) sugeruje wartość segmentu upstream na poziomie 6,5 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 93,7 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) przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena SOTP	100%	93,7
- Rafineria i detal		87,2
- Upstream		6,5
Wycena metodą porównawczą	0%	72,8
Wycena 1 akcji Lotosu [PLN]		93,7

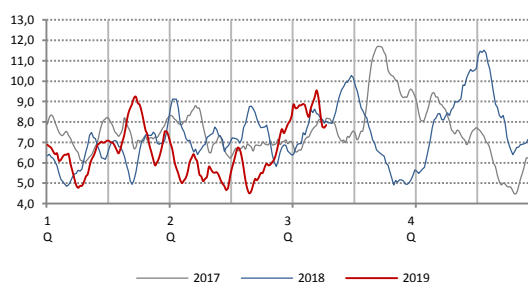
Źródło: BDM S.A.

Prognoza podstawowych danych

Podstawowe dane:	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Brent [USD/bbl]*	99,1	52,4	43,5	54,2	71,3	65,0	61,8	59,4	58,3	58,4	58,9	59,3	59,5	59,6	59,6
Ural [USD/bbl]	97,4	50,6	41,1	52,8	69,8	64,0	60,8	58,4	57,3	57,4	57,9	58,3	58,5	58,6	58,6
Dyferencjał [USD/bbl]	1,7	1,8	2,5	1,4	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Marża modelowa [USD/bbl]	6,1	7,8	6,8	7,5	7,4	7,0	7,0	7,2	7,2	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3	7,3
Gaz NBP UK [usd/mmBTU]*	8,2	6,5	4,7	5,8	8,0	4,8	6,1	6,3	6,3	6,4	6,4	6,1	6,1	6,1	6,1
USD/PLN (średni)	3,15	3,77	3,94	3,78	3,61	3,82	3,80	3,70	3,61	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57
USD/PLN (eop)	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,85	3,80	3,70	3,61	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57
Cena produktów [USD/t]:															
Benzyna	915	570	456	553	658	600	584	562	553	555	559	563	565	565	565
ON	862	507	404	498	642	601	584	565	555	558	561	564	566	567	567
COO	528	257	208	300	395	362	300	296	287	288	292	295	297	297	297
Marża na produktach [USD/t]:															
Benzyna	165	173	122	142	120	108	117	112	112	113	114	114	114	114	114
ON	112	110	70	87	103	109	116	115	114	115	115	116	116	116	116
COO	-222	-140	-125	-111	-144	-130	-167	-154	-154	-154	-154	-154	-154	-154	-154

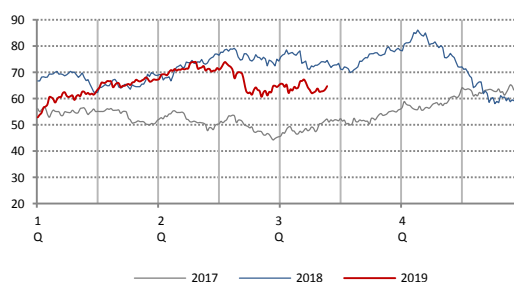
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *prognozy na bazie krzywej kontraktów forward

Lotos: modelowa marża rafineryjna [USD/bbl] – średnia 5 dni



Źródło: BDM S.A., spółka

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 1,0 (ze względu na wyraźne obniżenie zadłużenia obniżamy z 1,1 poprzednio).

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.
- 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).
- 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 zakończenie 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 początku 1Q'20.
- CAPEX, poza dokończeniem projektów EFRA, B8, Yme oraz Utgard, nie uwzględnia nowych potencjalnych projektów inwestycyjnych, które nie zostały zatwierdzone przez zarząd spółki (zarówno po stronie wydatkowej, jak i przychodowo/kosztowej). Wycena nie uwzględnia m.in. potencjalnego zaangażowania w projekt Polimery Police (zakładając kwotę 500 mln PLN, bez uwzględniania potencjalnych przyszłych wpływów z inwestycji, taki wydatek obniżyłby wycenę w modelu o 2,7 PLN/akcję).
- CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji z 2028 roku. Zmiana kapitału obrotowego w okresie rezydualnym = 0 mln PLN.
- Dług netto dotyczy całej spółki na koniec 2018 roku wg MSSF16.
- 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 31 lipca 2019 roku.

Metoda DCF dała wartość segmentu downstream, skorygowanego o dług netto całej spółki, na poziomie 16,1 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 87,2 PLN.

Model DCF dla działalności rafineryjnej i handlu

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	28 850	30 153	26 586	27 573	27 367	27 543	25 762	27 859	27 906	27 932
EBIT [mln PLN]*	1 676,1	2 076,3	1 487,4	1 801,9	1 865,0	1 898,3	1 502,5	1 920,1	1 905,3	1 912,2
EBIT LIFO [mln PLN]*	1 797,0	2 189,0	1 601,5	1 866,9	1 876,4	1 881,4	1 492,0	1 914,0	1 905,6	1 912,2
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]	318,5	394,5	282,6	342,4	354,3	360,7	285,5	364,8	362,0	363,3
NOPLAT [mln PLN]*	1 357,6	1 681,8	1 204,8	1 459,5	1 510,6	1 537,6	1 217,1	1 555,3	1 543,3	1 548,8
Amortyzacja [mln PLN]	652,1	752,6	742,2	736,2	730,5	725,0	719,8	714,9	730,4	732,2
CAPEX [mln PLN]	-894,6	-771,8	-832,2	-806,0	-789,2	-783,9	-768,6	-754,3	-741,5	-743,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	396,5	120,6	235,2	24,6	-104,5	19,9	158,9	-40,8	-85,4	12,8
FCF [mln PLN]	1 511,7	1 783,3	1 350,0	1 414,4	1 347,4	1 498,7	1 327,2	1 475,0	1 446,8	1 550,8
DFCF [mln PLN]	1 462,6	1 593,7	1 113,3	1 075,1	943,1	965,1	785,6	802,0	722,0	710,0
Suma DFCF [mln PLN]	10 172,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	19 554,2		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%							
Zdiskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	8 952,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	19 124,7									
Dług netto [mln PLN]**	3 000,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	16 124,3									
Ilość akcji [mln szt.]	184,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	87,2									

*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 powiększony o zobowiązania ujawnione z tyt. MSSF16

Przychody zmiana r/r	-1,1%	4,5%	-11,8%	3,7%	-0,7%	0,6%	-6,5%	8,1%	0,2%	0,1%
EBIT zmiana r/r	-13,1%	23,9%	-28,4%	21,1%	3,5%	1,8%	-20,8%	27,8%	-0,8%	0,4%
FCF zmiana r/r	-8,3%	18,0%	-24,3%	4,8%	-4,7%	11,2%	-11,4%	11,1%	-1,9%	7,2%
Marża EBITDA	8,1%	9,4%	8,4%	9,2%	9,5%	9,5%	8,6%	9,5%	9,4%	9,5%
Marża EBIT	5,8%	6,9%	5,6%	6,5%	6,8%	6,9%	5,8%	6,9%	6,8%	6,8%
Marża NOPLAT	4,7%	5,6%	4,5%	5,3%	5,5%	5,6%	4,7%	5,6%	5,5%	5,5%
CAPEX / Przychody	3,1%	2,6%	3,1%	2,9%	2,9%	2,8%	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%
CAPEX / Amortyzacja	137,2%	102,5%	112,1%	109,5%	108,0%	108,1%	106,8%	105,5%	101,5%	101,5%
Zmiana KO / Przychody	-1,4%	-0,4%	-0,9%	-0,1%	0,4%	-0,1%	-0,6%	0,1%	0,3%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	123,2%	-9,3%	6,6%	-2,5%	-50,7%	-11,3%	8,9%	1,9%	181,1%	-49,4%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
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	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	81,0%	83,8%	86,1%	88,8%	91,2%	93,3%	95,2%	97,3%	98,9%	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	19,0%	16,2%	13,9%	11,2%	8,8%	6,7%	4,8%	2,7%	1,1%	0,0%
WACC	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-4,00%	-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%
	0,7	77,9	81,7	86,4	92,1	99,4	109,0	122,0	140,8	170,3
	0,8	74,0	77,4	81,5	86,4	92,7	100,7	111,4	126,3	148,8
	0,9	70,4	73,4	77,0	81,4	86,7	93,5	102,4	114,5	132,0
	1,0	67,1	69,8	73,0	76,8	81,4	87,2	94,7	104,6	118,6
	1,1	64,1	66,5	69,3	72,6	76,7	81,7	88,0	96,3	107,6
	1,2	61,3	63,4	65,9	68,9	72,4	76,7	82,1	89,1	98,4
	1,3	58,6	60,6	62,8	65,4	68,5	72,3	77,0	82,9	90,6

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		-4,00%	-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%
	1%	103,9	111,7	121,6	134,9	153,5	181,4	227,9	320,8	599,6
	2%	91,9	97,7	104,9	114,1	126,5	143,8	169,7	212,9	299,3
	3%	82,1	86,5	91,9	98,6	107,2	118,6	134,7	158,8	199,0
	4%	74,0	77,4	81,5	86,4	92,7	100,7	111,4	126,3	148,8
	5%	67,1	69,8	73,0	76,8	81,4	87,2	94,7	104,6	118,6
	6%	61,3	63,4	65,9	68,9	72,4	76,7	82,1	89,1	98,4
	7%	56,2	57,9	59,9	62,3	65,0	68,3	72,4	77,4	83,9

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

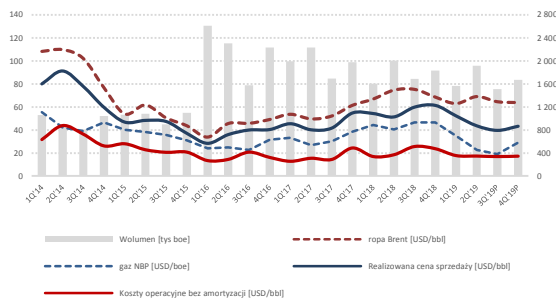
		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	1%	196,6	191,3	186,2	181,4	176,8	172,4	168,3	164,3	160,5
	2%	164,3	156,8	150,0	143,8	138,0	132,6	127,6	123,0	118,6
	3%	140,8	132,6	125,3	118,6	112,7	107,2	102,3	97,7	93,5
	4%	123,0	114,6	107,2	100,7	94,9	89,6	84,9	80,6	76,7
	5%	109,0	100,7	93,5	87,2	81,7	76,7	72,3	68,3	64,7
	6%	97,7	89,6	82,7	76,7	71,5	66,8	62,7	59,0	55,7
	7%	88,4	80,6	74,0	68,3	63,4	59,0	55,2	51,7	48,6

Źródło: BDM S.A.

WYCENA SEGMENTU WYDOBYWCZEGO (UPSTREAM)

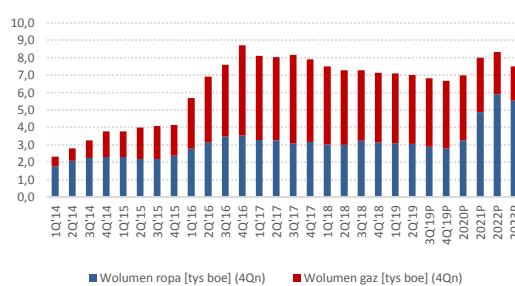
Dokonaliśmy trzech wycen cząstkowych segmentu wydobywczego: Norwegia (złoża produkcyjne w ramach aktywów Heimdal, Sleipner oraz zagospodarowanie Utgard oraz Yme), Litwa (Geonafra), Polska (szelf Morza Bałtyckiego: złoża B3, B8). Dla kalkulacji kosztu kapitału przyjęto takie same założenia jak w segmencie 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 [mln boe] – narastająco 4Q



Źródło: Spółka, BDM S.A. (prognoza)

Główne założenia modelu:

- W wycenie ujęto zasoby 2P dla Norwegii (Heimdal, Sleipner oraz Utgard i Yme – wydobycie odpowiednio od 1Q'20 i 1Q'21 – wg oficjalnych zapowiedzi złoża powinny być uruchomione 1-2 kwartały wcześniej niż przyjmujemy), Litwy i złóż B3/B8 (B8 – osiągnięcie pełnej produkcji zakładamy w 1Q'22, spółka komunikowała w marcu'19, że będzie to nie wcześniej niż 2Q'21).
- Jedyną wartość aktywów polskich stanowią projekty B3/B8. Dla złóż B4/B6 spółka nie przedstawiła nadal bliższych szczegółowych założeń.
- Założono wydobycie do wyczerpania obecnych zasobów 2P ze wszystkich złóż. Wycena uwzględnia zdyskontowaną wartość rezerw 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 obłożenie 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 31 lipca 2019 roku.

Otrzymaliśmy wartość segmentu upstream na poziomie 1,21 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 6,5 PLN.

Segment wydobywczy – podsumowanie wyceny DCF

Podsumowanie	mln PLN	PLN/akcję
Norwegia	317,5	1,7
Litwa	207,8	1,1
Polska	681,6	3,7
suma	1 206,9	6,5

Źródło: DM BDM S.A.

Model DCF (segment wydobywczy)

Norwegia	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	...	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	640,6	824,5	1 085,3	891,2	744,8	452,9	397,7	339,9		192,7	0,0
Wydobycie ropy [mln bbl]	1,3	1,8	3,4	3,1	2,6	1,9	1,7	1,5		0,9	0,0
Wydobycie gazu [mln t]	599,0	574,7	476,3	346,9	274,4	62,0	50,9	37,1		10,5	0,0
EBITDA [mln PLN]	463,9	607,0	841,2	697,9	585,3	338,1	288,4	237,7		112,6	0,0
EBIT [mln PLN]	345,5	469,1	609,4	526,7	448,0	255,6	224,9	190,6		112,6	0,0
Podatek od EBIT[mln PLN]	206,1	353,3	575,6	481,8	406,7	228,4	197,8	165,3		87,8	0,0
NOPLAT [mln PLN]	139,4	115,7	33,8	44,9	41,3	27,2	27,1	25,3		24,8	0,0
Amortyzacja [mln PLN]	118,4	137,9	231,8	171,2	137,3	82,6	63,5	47,1		0,0	0,0
CAPEX [mln PLN]	-199,7	-154,0	-103,3	-80,2	-63,9	-45,4	-34,8	-25,8		0,0	0,0
FCF [mln PLN]	58,1	99,7	162,4	135,9	114,7	64,4	55,8	46,6		24,8	0,0
DFCF [mln PLN]	56,1	88,2	131,8	101,2	78,4	40,4	32,1	24,6		9,3	0,0
WACC	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%		9,00%	9,00%
Suma DFCF [mln PLN]	607,2										
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	863,4										
Aktywo podatkowe z likwidacji [mln PLN]	573,7										
Wartość złóż [mln PLN]	317,5										
Ilość akcji [mln szt.]	184,9										
Wartość na akcję [PLN]	1,7										
Litwa	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	...	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	75,6	59,8	53,6	49,0	46,3	44,6	42,9	41,1		31,6	30,2
Wydobycie ropy [mln bbl]	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		0,1	0,1
EBITDA [mln PLN]	59,5	46,7	41,8	38,3	36,2	34,5	32,9	31,3		23,1	22,1
EBIT [mln PLN]	47,4	35,1	30,8	27,7	26,1	24,9	23,7	22,5		16,3	15,6
Podatek od EBIT[mln PLN]	7,1	5,3	4,6	4,2	3,9	3,7	3,6	3,4		2,4	2,3
NOPLAT [mln PLN]	40,3	29,9	26,2	23,6	22,2	21,2	20,2	19,1		13,9	13,3
Amortyzacja [mln PLN]	12,1	11,6	11,0	10,5	10,1	9,6	9,2	8,8		6,7	6,4
CAPEX [mln PLN]	-8,0	-7,6	-7,3	-7,0	-6,6	-6,3	-6,1	-5,8		-4,4	-4,2
FCF [mln PLN]	44,4	33,8	29,9	27,1	25,6	24,4	23,3	22,1		16,2	15,5
DFCF [mln PLN]	42,8	29,9	24,3	20,2	17,5	15,3	13,4	11,7		5,1	4,5
WACC	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%		9,00%	9,00%
Suma DFCF [mln PLN]	223,4										
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	15,6										
Wartość złóż [mln PLN]	207,8										
Ilość akcji [mln szt.]	184,9										
Wartość na akcję [PLN]	1,1										
Polska	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	...	2035P	2036P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	377,5	355,2	334,8	609,8	611,1	620,8	625,8	622,7		581,4	522,1
Wydobycie ropy/kondensatu [mln bbl]	1,5	1,5	1,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8		2,6	2,3
Wydobycie gazu [mln m3]	23,5	23,0	23,0	43,6	44,1	44,5	44,7	44,3		40,9	36,7
EBITDA [mln PLN]	176,3	167,2	158,1	287,5	288,3	294,3	297,1	293,7		267,0	239,7
EBIT [mln PLN]	98,7	91,5	82,5	144,3	143,4	148,2	150,4	148,3		132,6	119,1
Podatek od wydobycia węglowodorów [mln PLN]	0,0	21,1	20,0	31,5	32,5	33,9	34,8	34,8		57,2	49,6
Podatek od EBIT[mln PLN]	18,8	17,4	15,7	27,4	27,2	28,1	28,6	28,2		25,2	22,6
NOPLAT [mln PLN]	79,9	53,0	46,8	85,4	83,6	86,2	87,0	85,3		50,3	46,8
Amortyzacja [mln PLN]	77,6	75,7	75,7	143,2	144,9	146,2	146,7	145,4		134,4	120,7
CAPEX [mln PLN]	-102,4	-100,0	-100,0	-90,0	-90,0	-90,0	-90,0	-90,0		-90,0	-90,0
FCF [mln PLN]	55,1	28,7	22,5	138,6	138,6	142,3	143,7	140,7		94,7	77,5
DFCF [mln PLN]	53,1	25,4	18,3	103,2	94,7	89,2	82,6	74,2		23,0	17,3
WACC	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%		9,00%	9,00%
Suma DFCF [mln PLN]	909,8										
Rezerwy na likwidację [mln PLN]	228,2										
Wartość złóż [mln PLN]	681,6										
Ilość akcji [mln szt.]	184,9										
Wartość na akcję [PLN]	3,7										

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2019-2021 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 13,5 mld PLN mln PLN, co odpowiada 72,8 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 2020 roku).

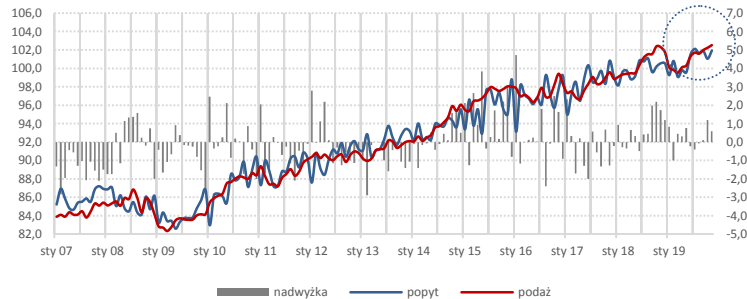
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Lotos	9,7	10,2	9,9	5,0	5,3	5,2
MOL	9,1	7,5	7,7	4,1	3,6	3,5
OMV	8,5	7,4	7,1	3,3	2,7	2,4
Tupras-Turkiye	10,5	6,1	5,6	7,1	4,8	4,6
Neste Oil	17,7	15,7	14,8	11,2	10,2	9,6
Mediana	9,7	7,5	7,7	5,0	4,8	4,6
Lotos (D/U)	12,1	9,3	13,4	6,0	4,5	4,8
Premia/dyskonto	24,2%	25,3%	73,0%	20,7%	-5,4%	4,2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	70,2	69,6	50,4	70,3	92,3	83,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		63,4			82,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	72,8					

Źródło: BDM S.A. (PKN, Lotos), Bloomberg (pozostałe spółki)

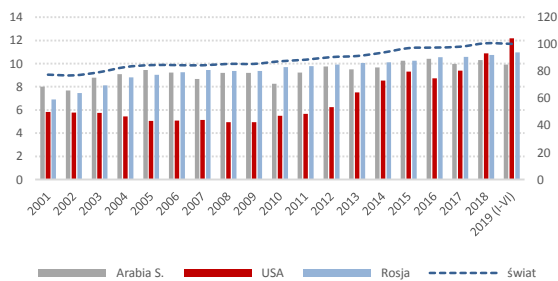
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA NA RYNKU ROPY

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

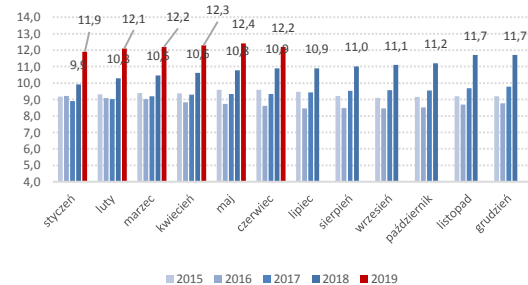


- Ceny ropy w 2019 roku podlegają dużym wahaniom. Na początku stycznia cena baryłki Brent startowała z okolic 55 USD, by pod koniec kwietnia wynosić już 75 USD. Tymczasem w czerwcu/lipcu obserwujemy ceny w okolicy 60-65 USD.
- Z jednej strony mamy wzrost ryzyk politycznych (Iran) oraz ograniczenia produkcji przez OPEC (w czerwcu najniższa produkcja od 2014 roku). Z drugiej rekordową produkcję w USA oraz spowolnienie światowej gospodarki.
- Najbardziej aktualna prognoza EIA z lipca zakłada jednak cenę Brent w 2H'19 na nieco wyższym niż obecnie poziomie - 67 USD/bbl (taki sam poziom zakładany jest na 2020 rok). Krzywa forward wskazuje cenę w przyszłym roku na poziomie 62 USD/bbl.

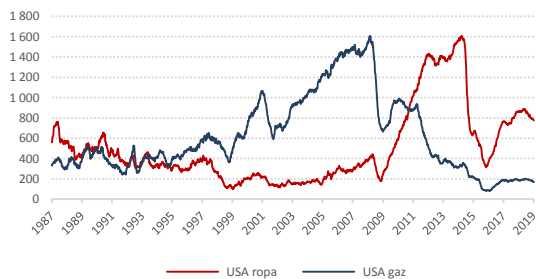
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE
Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



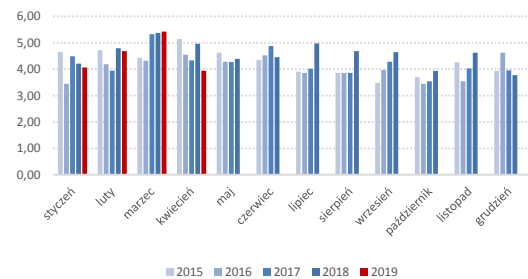
Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



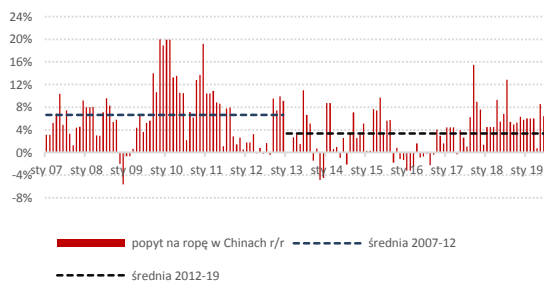
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, świat = skala prawa
Liczba aktywnych wiertni w USA



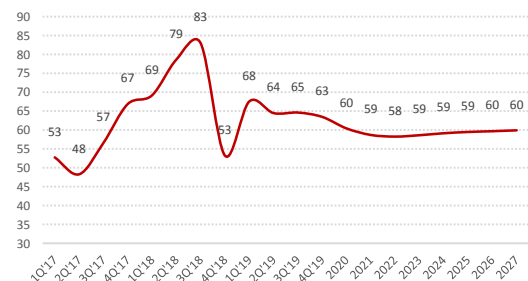
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Eksport diesla z Rosji [mln t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



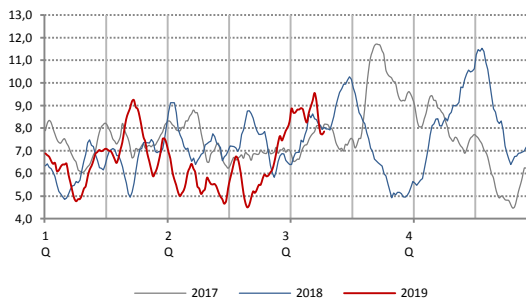
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Krzywa kontraktów futures na ropę Brent – cena na koniec okresu [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

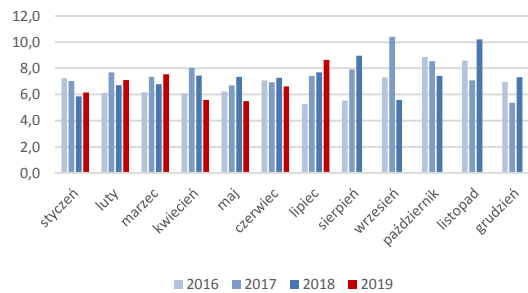
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Modelowa marża rafineryjna Lotosu z dyferencjałem [USD/bbl] - r/r (średnia 5 dni)



Źródło: BDM S.A., spółka

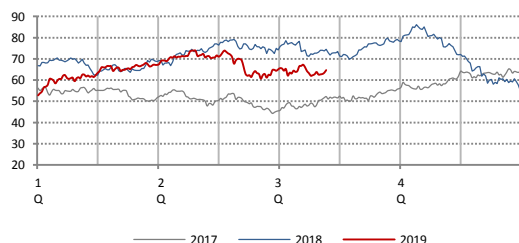
Modelowa marża rafineryjna Lotosu z dyferencjałem [USD/bbl] - dane spółki



Źródło: BDM S.A., spółka

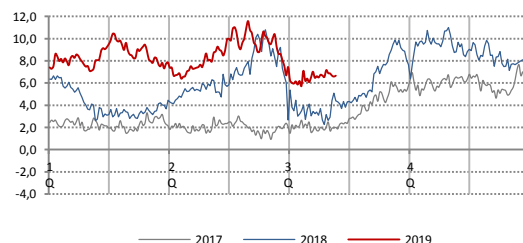
- W 2Q'19 rafineryjna marża modelowa (z dyferencjałem) była słabsza w ujęciu r/r (5,9 USD/bbl vs przed rokiem 7,4 USD/bbl) oraz relatywnie niska także na tle 1Q'19 (wynosiła wtedy 6,9 USD/bbl). Marża r/r była słabsza przede wszystkim na kluczowych dla Lotosu średnich destylatach. Bezpośredni efekt dla wyników był w części kompensowany przez korzystniejszy r/r kurs USD/PLN.
- Lipiec przynosi poprawę marży rafineryjnej po trzech słabszych r/r miesiącach. Jak dotychczas marża wynosi ok. 8,6 USD/bbl. Dla porównania w lipcu'18 było to 7,7 USD/bbl, a w całym 3Q'18 7,4 USD/bbl (dobry sierpień i słaby wrzesień).
- Końcówka bieżącego miesiąca może być nieco słabsza ze względu na zawężenie, dobrze wyglądającego w ostatnich tygodniach, dyferencjału Ural/Brent (zapowiedziana mniejsza dostępność ropy w sierpniu w portach na Bałtyku, związany m.in. z nadal zmagazynowaną zanieczyszczoną ropą w rurociągu Przyjaźń). Generalnie poprawie uległy marże na średnich i ciężkich destylatach, osłabiła natomiast wcześniejsza dynamika na benzynie.
- Pozytywny efekt USD/PLN nadal powinien być widoczny przy porównaniu r/r, chociaż baza robi się już bardziej wymagająca (średnia z 3Q'18 to 3,70).
- Zwracamy uwagę, że w 2Q'19 bardzo dobrze wyglądały spotowe premie lądowe, które były w Polsce wyższe zarówno r/r, jak i q/q. W lipcu obserwujemy nieznaczne osłabienie premii na benzynie vs 2Q'19, nadal wysoko trzymają się natomiast premie na dieslu.
- Wsparcie w segmencie detalicznym nadal powinien stanowić dobry popyt. Według naszych szacunków w Polsce marże są na wyższym poziomie r/r. W Niemczech wsparcie może stanowić niski poziom wody w rzekach (konieczność zwiększenia transportu drogowego).
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) jest obecnie w okolicy 6-7 USD/bbl, podczas gdy rok temu o tej porze oscylował w okolicy 3-4 USD/bbl.
- Ceny gazu na rynkach europejskich, po krótkim odbiciu w połowie lipca, znów wróciły w okolice 10 EUR/MWh (średnia za 3Q'18 to 25 EUR/MWh). Nie sprzyja to wynikom części wydobywczej Lotosu (57% wydobycia za ostatnie 4Q to gaz, w średnim terminie większego znaczenia będzie nabierać jednak ropa). Z drugiej strony daje pozytywny efekt dla rafinerii.

Brent [USD/bbl] - r/r



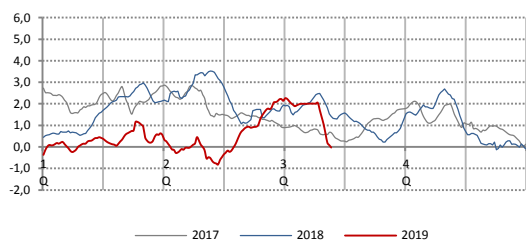
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dyferencjał Brent - WTI [USD/bbl] r/r

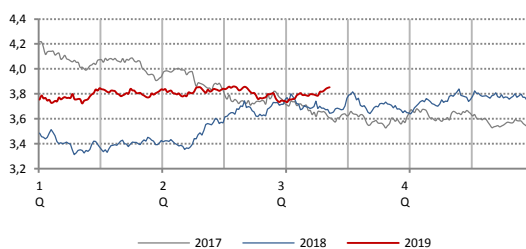


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

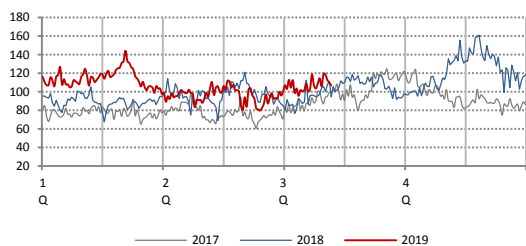
Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl, średnia 5-dni] r/r



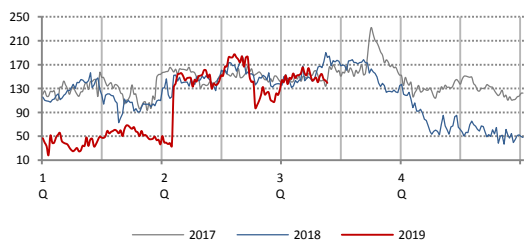
Źródło: BDM S.A., Neste Oil
USD/PLN



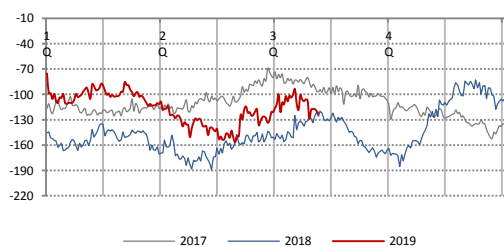
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Diesel marża [USD/t] r/r – spot



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

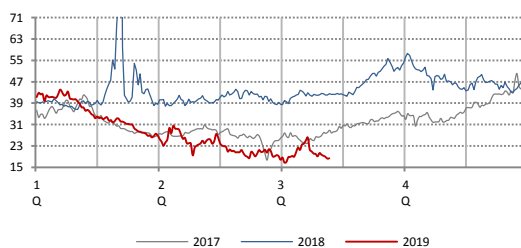


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
COO marża [USD/t] r/r – spot

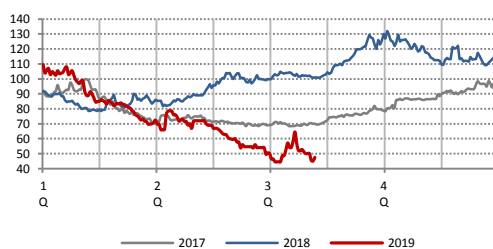


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

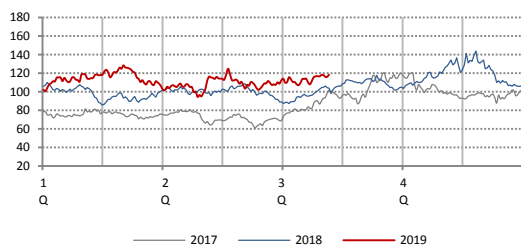
Cena gazu NBP UK [USD/boe]



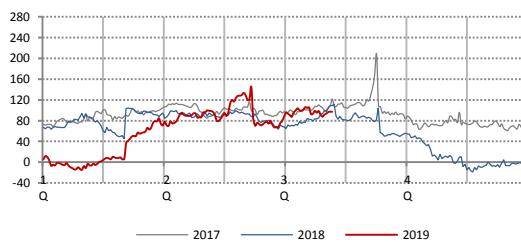
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]



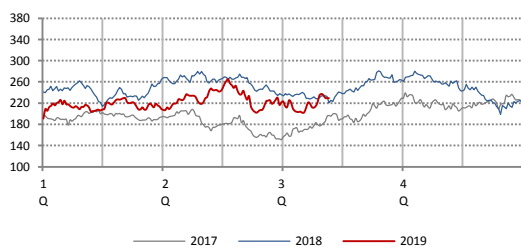
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Diesel marża [USD/t] r/r – futures 1M



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Benzyna marża [USD/t] r/r – futures 1M, NWE

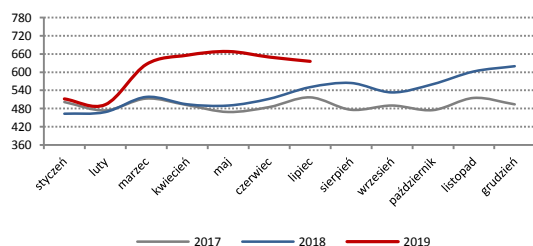


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Spread ON - COO [USD/t] r/r

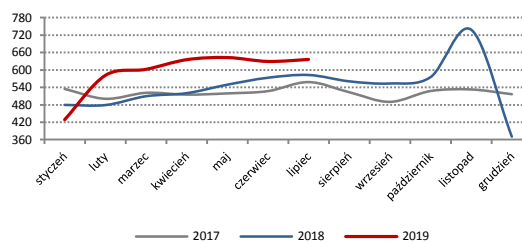


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]

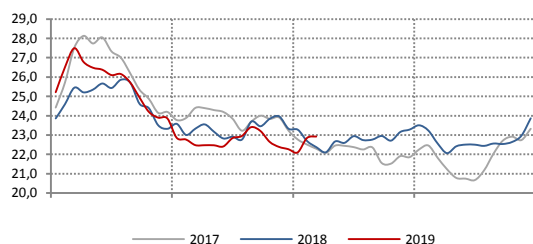


ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]

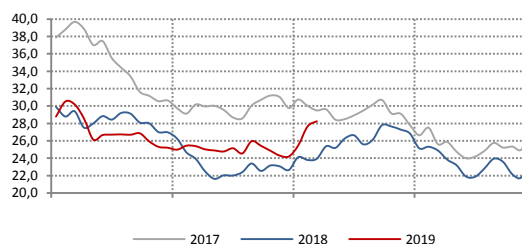


Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]

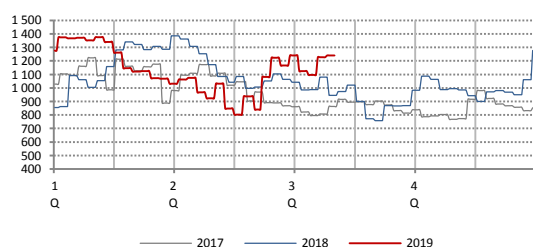


ON – zapasy/popyt USA [dni]



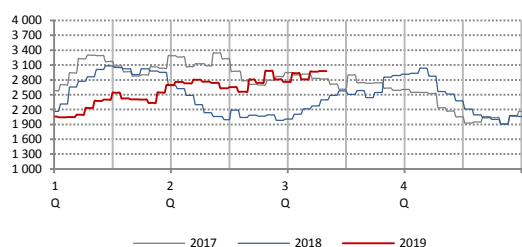
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy benzyny w portach ARA [tys t]



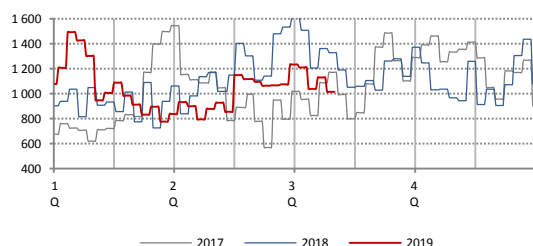
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy diesla w portach ARA [tys t]



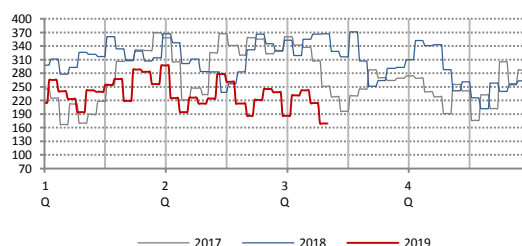
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zapasy ciężkiego oleju opałowego w portach ARA [tys t]



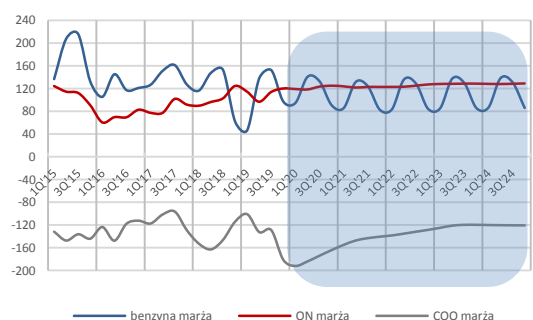
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zapasy benzyny surowej w portach ARA [tys t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marże terminowe na benzynę, diesla, oraz ciężki olej opałowy [USD/t, NWE]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- Od początku 2020 roku w życie wejdą regulacje Międzynarodowej Organizacji Morskiej (IMO) dotyczące obniżenia maksymalnej zawartości siarki w paliwach morskich (z 3,5% do 0,5%) – przepisy znane są szerzej jako IMO 2020. Popyt na paliwa morskie to ok. 3,6 mln bbl/d.
- W naszych średnioterminowych prognozach ostrożnie podchodzimy do potencjalnych efektów wprowadzenia regulacji. Temat był bardzo medialny w 2018 roku, podbijając oczekiwania w kwestii kształtowania się marż na średnich destylatach (potencjalny wzrost popytu w związku z wymogiem obniżenia zawartości siarki w paliwach morskich). Kontrakty terminowe nie wskazują jednak na razie na ich skokowy wzrost w przyszłym roku. Zgodnie z oczekiwaniami zauważalne są natomiast niższe ceny terminowe ciężkich, wysokozasilanych produktów (przy czym w dłuższym terminie może spaść ich dostępność, tym samym powodując powrót do wyższych marż).
- Teoretycznie rozszerzyć się powinien także dyferencjał Brent/Ural, ze względu na relatywnie niższy popyt na zasilaczoną ropę rosyjską, oferującą mniej marżowy split uzysków produktów końcowych.
- Znakiem zapytania pozostaje nadal m.in. sama egzekucja przepisów przez poszczególne kraje, skala wykorzystania przez armatorów tzw. scrubber'ów (urządzeń oczyszczających spaliny) czy przejścia na alternatywne paliwa (np. LNG – problemem może być brak odpowiedniej infrastruktury w portach).

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, marże liczone do ceny ropy Brent

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki i prognozy wg segmentów w ujęciu kwartalnym 2016-2019 [mln PLN]

	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2018	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P
Przychody	20 931	5 447	5 455	6 263	7 021	24 186	6 325	7 531	8 344	7 922	30 122	6 741	7 742	7 724	7 316	29 522
EBITDA	2 923	803	384	959	928	3 073	631	1 082	1 042	950	3 704	575	849	797	800	3 021
EBITDA LIFO	3 000	680	521	971	730	2 902	456	764	868	1 116	3 204	617	781	871	872	3 142
EBITDA LIFO skoryg*	2 633	674	692	924	759	3 049	541	813	882	903	3 138	628	779	879	874	3 159
downstream	1 978	427	474	750	547	2 198	324	582	688	609	2 203	433	586	746	705	2 470
upstream	688	266	213	168	217	863	205	237	215	261	917	206	193	132	168	700
inne	-32	-19	6	6	-5	-12	12	-6	-20	33	19	-11	0	0	0	-11
EBIT	1 855	577	173	757	723	2 229	448	898	867	769	2 981	362	636	584	579	2 161
Zysk (strata) brutto	1 580	625	268	819	735	2 448	499	754	852	617	2 723	292	665	442	540	1 938
Zysk (strata) netto	1 015	411	157	619	485	1 672	321	535	632	100	1 587	173	453	307	418	1 351

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)

W 1Q'19 skorygowana EBITDA LIFO wyniosła 0,63 mld PLN i była nieco wyższa od naszej prognozy w tamtym okresie. Wynik był także lepszy niż rok wcześniej, przy czym główna różnica dotyczyła wzrostu wyniku downstreamu (wynik upstreamu był porównywalny r/r), który został wsparty przez dobre marże rafineryjne oraz kurs USD/PLN. Wpływ zdarzeń jednorazowych na raportowane rezultaty był bardzo ograniczony.

Prognoza wyników na 2Q'2019 [mln PLN]

	2Q'18	2Q'19P	zmiana r/r	1H'18	1H'19P	zmiana r/r	2018	2019P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	7 531	7 742	2,8%	13 856	14 483	4,5%	30 122	29 522	-2,0%
EBITDA	1 082	849	-21,6%	1 713	1 424	-16,9%	3 704	3 021	-18,4%
EBITDA LIFO	764	781	2,2%	1 220	1 398	14,6%	3 204	3 142	-1,9%
EBITDA LIFO skoryg*	813	779	-4,2%	1 353	1 407	4,0%	3 138	3 159	0,7%
EBIT	898	636	-29,2%	1 346	998	-25,8%	2 981	2 161	-27,5%
EBIT LIFO	580	568	-2,0%	853	972	14,0%	2 481	2 282	-8,0%
EBIT LIFO skoryg*	629	566	-10,0%	986	981	-0,5%	2 416	2 299	-4,8%
Zysk (strata) brutto	754	665	-11,9%	1 253	957	-23,6%	2 723	1 922	-29,4%
Zysk (strata) netto	535	453	-15,2%	856	626	-26,9%	1 587	1 334	-15,9%
Marża EBITDA	14,4%	11,0%		12,4%	9,8%		12,3%	10,2%	
Marża EBITDA LIFO	10,1%	10,1%		8,8%	9,7%		10,6%	10,6%	
Marża EBITDA LIFO skoryg.	10,8%	10,1%		9,8%	9,7%		10,4%	10,7%	
Marża EBIT	11,9%	8,2%		9,7%	6,9%		9,9%	7,3%	
Marża zysku netto	7,1%	5,9%		6,2%	4,3%		5,3%	4,5%	

Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia jednorazowe

Prognoza na 2Q'19

- Marża rafineryjna Lotosu w 2Q'19 wyniosła 5,9 USD/bbl vs 7,4 USD/bbl rok wcześniej i 6,9 USD/bbl w 1Q'19. Marża uwzględnia dyferencjał Brent-Ural, który spadł z 2,2 USD/bbl w 2Q'18 do 0,5 USD/bbl w 2Q'19. Marża r/r była słabsza przede wszystkim na średnich destylatach. Średni kurs USD/PLN był wyższy przy porównaniu r/r (3,81 vs 3,58). Po przeliczeniu na PLN marża spadła r/r o 3,8 PLN/bbl (-14% r/r).
- Zakładamy, że skonsolidowana oczyszczona EBITDA LIFO (bez salda pozostałej działalności operacyjnej, operacyjnych różnic kursowych oraz odpisów na zapasach wg MSR2) będzie nieznacznie niższa r/r przede wszystkim ze względu na słabsze otoczenie w upstreamie (presja na ceny gazu). Porównywalne wyniki r/r może odnotować naszym zdaniem segment downstream, gdzie erozja marży modelowej powinna być amortyzowana przez wyższy kurs USD/PLN oraz dobre premie ładowe w Polsce. Zakładamy, że skonsolidowana oczyszczona EBITDA LIFO wyniesie ok 0,78 mld PLN.
- W wydobywaniu zakładamy niższą produkcję o 11% niż w 2Q'18. Ceny ropy w USD były nieznacznie niższe r/r, wyraźnie natomiast słabsze były ceny gazu wg brytyjskiego benchmarku NBP (UK). Podratować wyniki może trochę przesunięta z 1Q'19 sprzedaż. Spodziewamy się ok. 0,19 mld PLN oczyszczonej EBITDA w segmencie (vs 0,24 mld PLN rok temu).
- W segmencie rafineryjnym 2Q'19 przyniósł słabszą r/r modelową marżę rafineryjną w USD, nieco zamortyzowaną przez korzystniejszy kurs USD/PLN. Dobrze kształtował się nadal popyt, a także premie ładowe (także efekt zakłóceń w dostawach rosyjskiej ropy do regionu CEE). Zakładamy, że EBITDA LIFO rafinerii wyniosła 0,53 mld PLN (vs 0,53 mld PLN oczyszczonego wyniku rok temu). Poza wpływem odwróconego przez wielu tygodni dyferencjału nie zakładamy większych perturbacji dla spółki z tytułu zakłóceń w dostawach rosyjskiej ropy.
- W detalu spodziewamy się dobrego wyniku zakładamy, że oczyszczona EBITDA wyniesie ok. 55 mln PLN (51 mln PLN rok temu).

- W wynikach nie zakładamy pojawienia się odpisów na zapasach lub wyniku na „tańszych” warstwach ropy (aczkolwiek nie można wykluczyć, że jakiś mały efekt z tego tytułu się pojawi w związku z zakłóceniami w dostawach). Raportowany efekt LIFO według naszych kalkulacji będzie miał lekko dodatni wpływ na wyniki (zakładamy ok. +67 mln PLN z tego tytułu). W wynikach raportowanych uwzględniamy minimalnie dodatnie saldo operacyjnych różnic kursowych.
- Na saldzie finansowym spodziewamy się lekko dodatniego rezultatu. W podatku uwzględniamy wysoką raportowaną stopę z Norwegii.

Projekt EFRA

- Umowę z Kinetics Technology na projektowanie i budowę "pod klucz" trzech głównych instalacji programu EFRA (DCU, HGU i CNHT) podpisano w połowie 2015 roku. Na 3Q'18 miało przypaść zakończenie testów i oddanie wszystkich instalacji programu EFRA (w tym kluczowego DCU) do pełnej eksploatacji.
- Ze względu na problemy generalnego wykonawcy z budową dopiero z końcem czerwca 2019 spółce udało się (z rocznym opóźnieniem) uzyskać stan gotowości do rozruchu instalacji DCU (kluczowy element projektu EFRA). Według obecnych zapowiedzi instalacje w 4Q'19 powinny w pełni zacząć kontrybuować do wyników spółki.
- Komunikowanym przez spółkę od początku inwestycji głównym celem ekonomicznym projektu było zwiększenie marży rafinerijnej o ok. 2 USD/bbl wskutek przede wszystkim wzrostu produkcji diesla kosztem ciężkich pozostałości przerobu ropy. Spółka w ostatnich latach podawała kilka wersji wzrostu wyników - publicznie podawanej szacunki oscylowały pomiędzy minimum 500 mln PLN/rok EBITDA (co w zaokrągleniu daje wspomniane 2 USD/bbl) a nawet 780 mln PLN/rok EBIT (różnice wynikają prawdopodobnie z założeń dotyczących marż rafinerijnych). Według naszych kalkulacji na bazie obecnego otoczenia makro może to być 500-600 mln PLN dodatkowej EBITDA w latach 2020-21 (przy czym jest to kwestia m.in. dalszego kształtowania się spreadu ON-COO oraz alokacji nowej produkcji pomiędzy eksport a kraj).
- Według danych przedstawianych jeszcze w prospekcie przy okazji emisji akcji na finansowanie inwestycji projekt EFRA ma przede wszystkim przynieść wzrost produkcji w Lotosie średnich destylatów (diesel/Jet) o ok. 0,85 mln ton (plus m.in. 0,39 mln ton koksu i 0,15 mln ton HCB oraz mniejsze ilości benzyn/LPG) oraz spadek uzysków ciężkich produktów o 1,7 mln ton (ciężki olej opałowy i asfalty, w ostatnich 4Q spółka wyprodukowała łącznie 2,2 mln ton takich produktów, z czego większość stano ciężki olej opałowy).

Perspektywy na kolejne okresy

- Prognozę ceny ropy Brent na kolejne okresy opieramy o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom nieco poniżej 60 USD/bbl. Długoterminowy dyferencjał Brent - Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl. Tabelka ze szczegółowymi założeniami makro dla poszczególnych lat znajduje się na stronie 6 raport (zakładamy m.in. lekką poprawę marż na lekkich i średnich destylatach w 2020 roku oraz spadek na ciężkich).
- 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.
- W okresie 2017-18 oczyszczona EBITFIDA LIFO wyniosła 3,1 mld PLN, więc wynik okazała się wyraźnie powyżej górnej granicy założonych widełek (pomogło m.in. ograniczenie szarej strefy na polskim rynku paliw).
- Osiągnięcie w 2019 roku wyniku nawet na dolnej granicy określonego na okres 2019-22 przedziału jest natomiast bardzo mało prawdopodobne ze względu na ponad roczny poślizg w finalnym uruchomieniu kluczowych instalacji z projektu EFRA (DCU).
- Obecnie zakładamy, że projekt EFRA zacznie kontrybuować w pełni do wyników od 1Q'20 (spółka zakłada, że pełne efekty pojawią się na przestrzeni 4Q'19). Według naszych kalkulacji na bazie obecnego otoczenia makro projekt powinien dołożyć ok. 500-600 mln PLN w skali roku (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 wyraźnie się odbuduje. Norweskie złoża Heimdal oraz Sleipner mają schyłkowy charakter, ale wynikiom powinno pomóc włączenie do produkcji złóż Utgard oraz Yme oraz w dalszej kolejności zwiększenie produkcji z polskiego B8 (co powinno też pozwolić na zwiększenie wolumenów także z B3). W modelu nie uwzględniamy potencjalnych akwizycji ani projektów, które są nadal w przygotowaniu (np. B4/B6, obszar Greater Heimdal).
- Średnia EBITDA LIFO w latach 2019-22 w naszych prognozach skalkulowana jest na poziomie 3,5 mld PLN a w okresie 2023-28 na poziomie 3,2 mld PLN (spadek m.in. wskutek wyczerpywania się zasobów dotychczasowych złóż ropy i gazu).

- Obecny konsensus Bloomberg na poziomie EBITDA'19 wynosi około 3,0 mld PLN. Trudno nam powiedzieć, które dokładnie wyniki dodane są do konsensusu: EBITDA czy EBITDA LIFO - rozstrzał pomiędzy poszczególnymi prognozami jest dość spory (od 2,7 mld PLN do 3,6 mld PLN). Zastanawiać może też zakładany spadek amortyzacji w konsensusie w 2020 roku (dokończenie aktywów z projektu EFRA). W 2021 w naszych prognozach ujęty jest cykliczny przestój remontowy. Zwracamy też uwagę, że konserwatywnie podchodzimy do dat uruchamiania wydobycia z nowych złóż czy zwiększenia produkcji na B8.
- 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 na ten kierunek.

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Dated Brent FOB	52,4	43,5	54,2	71,3	65,0	61,8	59,4	58,3	58,4	58,9	59,3	59,5	59,6	59,6
Ural CIF Rotterdam	50,6	41,1	52,8	69,8	64,0	60,8	58,4	57,3	57,4	57,9	58,3	58,5	58,6	58,6
Dyferencjał Brent - Ural	1,8	2,5	1,4	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Modelowa marża rafineryjna*	7,8	6,8	7,5	7,4	7,0	7,0	7,2	7,2	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3	7,3
USD/PLN średni	3,8	3,9	3,8	3,6	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
USD/PLN [eop]	3,9	4,2	3,5	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Przerób ropy [tys t]	10 213	10 387	9 626	10 764	10 690	10 681	9 642	10 588	10 564	10 555	9 613	10 559	10 549	10 540
Wykorzystanie mocy	97,5%	100,2%	104,3%	103,0%	102,0%	101,9%	92,0%	101,0%	100,8%	100,7%	99,9%	100,7%	100,6%	100,5%
Produkcja: [tys t]														
Diesel/Jet/LOO	5 400	5 409	5 655	6 192	6 228	7 079	6 428	7 057	7 057	7 057	6 438	7 073	7 073	7 073
Benzyna	1 495	1 506	1 478	1 627	1 622	1 622	1 472	1 617	1 617	1 617	1 474	1 621	1 621	1 621
COO/Asfalty	2 154	2 144	1 873	2 109	2 182	535	477	533	533	533	478	535	535	535
Inne	1 768	1 838	1 663	1 858	1 822	2 014	1 825	2 008	2 008	2 008	1 828	2 012	2 012	2 012
Wydobycie ropy [tys t]	319,5	533,5	474,5	427,3	405,1	464,6	673,1	798,1	744,0	649,4	619,4	584,2	554,5	529,0
Wydobycie gazu [mln m3]	306,6	905,6	776,3	683,4	622,4	597,8	499,4	390,5	318,5	106,5	95,5	81,4	71,0	63,3
Sieć stacji [szt]	476	487	493	495	499	507	515	523	531	539	547	555	563	571
Przychody	22 710	20 931	24 186	30 122	29 522	30 978	27 671	28 464	28 112	27 996	26 160	28 199	28 198	28 185
Wydobycie	699	1 228	1 359	1 464	1 139	1 239	1 474	1 550	1 402	1 118	1 066	1 004	949	902
Rafineria	16 599	15 169	17 632	22 436	21 943	23 241	19 667	20 593	20 222	20 181	18 179	20 058	19 891	19 701
Detal	5 771	4 952	5 694	6 736	6 908	6 913	6 919	6 979	7 144	7 362	7 583	7 801	8 015	8 231
Inne/korekty	-359	-418	-500	-514	-467	-415	-388	-659	-657	-665	-669	-664	-657	-650
EBIT	423,4	1 854,8	2 228,6	2 981,2	2 160,8	2 672,0	2 210,1	2 500,6	2 482,4	2 326,9	1 901,6	2 281,5	2 235,1	2 215,8
Wydobycie	-57,4	17,8	507,2	1 046,2	491,7	595,7	722,7	698,7	617,4	428,6	399,0	361,4	329,8	303,6
Rafineria	408,7	1 777,0	1 678,7	1 848,9	1 582,7	1 981,4	1 390,8	1 701,9	1 758,1	1 782,7	1 377,9	1 786,2	1 762,1	1 759,4
efekt LIFO	-278,6	-76,9	170,9	499,9	-121,0	-112,8	-114,1	-65,0	-11,5	16,9	10,6	6,1	-0,3	0,0
Rafineria LIFO	687,3	1 853,9	1 507,8	1 349,0	1 703,7	2 094,2	1 504,9	1 766,9	1 769,6	1 765,8	1 367,3	1 780,1	1 762,4	1 759,4
Rafineria LIFO ex/FX	676,2	1 851,2	1 512,6	1 415,2	1 734,9	2 098,0	1 507,1	1 769,4	1 773,7	1 771,8	1 373,3	1 786,1	1 768,4	1 765,3
Detal	40,3	57,8	52,1	79,8	93,3	94,8	96,6	100,0	106,8	115,6	124,7	133,9	143,2	152,8
Inne/korekty	31,8	2,2	-9,4	6,3	-6,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO	702,0	1 931,7	2 057,7	2 481,3	2 281,8	2 784,7	2 324,2	2 565,6	2 493,9	2 310,0	1 891,0	2 275,4	2 235,4	2 215,8
EBIT LIFO ex/FX	690,9	1 929,0	2 062,5	2 547,5	2 313,0	2 788,5	2 326,4	2 568,0	2 498,0	2 316,0	1 897,0	2 281,3	2 241,4	2 221,8
marża	3,0%	9,2%	8,5%	8,5%	7,8%	9,0%	8,4%	9,0%	8,9%	8,3%	7,3%	8,1%	7,9%	7,9%
zdarzenia jednorazowe	-721,1	363,7	-141,4	230,0	3,7	0,0	-170,0	0,0	0,0	0,0	-170,0	0,0	0,0	0,0
EBIT LIFO ex/FX adj**	1 412,0	1 565,3	2 203,9	2 317,5	2 309,3	2 788,5	2 496,4	2 568,0	2 498,0	2 316,0	2 067,0	2 281,3	2 241,4	2 221,8
marża	6,2%	7,5%	9,1%	7,7%	7,8%	9,0%	9,0%	9,0%	8,9%	8,3%	7,9%	8,1%	7,9%	7,9%
Amortyzacja	714,6	1 067,9	844,3	722,7	860,2	977,7	1 060,7	1 061,2	1 022,8	963,4	939,2	916,2	895,5	877,3
EBITDA	1 138,0	2 922,7	3 072,9	3 703,9	3 021,0	3 649,7	3 270,8	3 561,8	3 505,2	3 290,2	2 840,8	3 197,6	3 130,6	3 093,1
EBITDA LIFO ex/FX adj**	2 126,5	2 633,2	3 048,2	3 040,2	3 169,5	3 766,3	3 557,1	3 629,3	3 520,8	3 279,4	3 006,2	3 197,5	3 136,9	3 099,1
marża	9,4%	12,6%	12,6%	10,1%	10,7%	12,2%	12,9%	12,8%	12,5%	11,7%	11,5%	11,3%	11,1%	11,0%
Wydobycie	339,2	689,8	863,4	916,5	699,7	820,8	1 041,2	1 023,7	909,8	667,0	618,4	562,6	515,2	474,9
Produkcja	1 667,5	1 837,6	2 044,1	2 021,4	2 265,1	2 736,9	2 133,8	2 388,3	2 385,1	2 375,9	1 970,4	2 376,4	2 372,5	2 369,4
Detal	112,2	139,9	153,5	181,1	205,2	208,5	212,1	217,3	225,9	236,5	247,4	258,4	269,6	280,9
Inne/korekty	7,6	-34,1	-12,8	-78,8	-0,6	0,0	170,0	0,0	0,0	0,0	170,0	0,0	-20,3	-26,2
Działalność finansowa	-587,6	-278,1	216,0	-262,0	-238,9	-142,2	-66,6	-41,3	-53,2	-65,6	-43,3	-23,9	-5,8	6,8
Jednostki stowarzyszone	-31,1	2,9	3,2	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek	68,0	564,2	775,9	1 135,2	587,5	805,1	938,2	856,6	814,0	640,2	540,8	592,5	566,3	548,1
Zysk 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	0,0
Zysk netto	-263,3	1 015,2	1 671,8	1 587,4	1 334,5	1 724,6	1 205,3	1 602,7	1 615,3	1 621,1	1 317,5	1 665,0	1 663,0	1 674,4
Dług netto	5 616	4 623	2 468	1 909	2 126	435	-336	-1 412	-2 012	-2 518	-2 426	-2 734	-2 799	-2 909
Dług netto/EBITDA adj**	2,6	1,8	0,8	0,6	0,7	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9

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

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2019P kons.	2019P BDM	odchyl.	2020P kons.	2020P BDM	odchyl.	2021P kons.	2021P BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	30 371	29 522	-2,8%	30 593	30 978	1,3%	30 941	27 671	-10,6%
EBITDA	3 053	3 021	-1,1%	3 984	3 650	-8,4%	4 158	3 271	-21,3%
EBITDA LIFO skoryg.	-	3 138	-	-	3 762	-	-	3 385	-
EBIT	2 231	2 161	-3,2%	3 199	2 672	-16,5%	3 295	2 210	-32,9%
Zysk netto	1 463	1 334	-8,8%	2 188	1 725	-21,2%	2 054	1 205	-41,3%
Dług netto	2 255	2 126	-5,7%	700	435	-37,9%	-446	-336	-24,8%
Amortyzacja	822	860	4,6%	785	978	24,5%	863	1 061	22,9%

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

STRATEGIA ORAZ CZYNNIKI MOGĄCE WPŁYNAĆ NA WYCENĘ W PRZYSZŁOŚCI

Pod koniec 2016 roku spółka opublikowała strategię na lata 2017-22. Składała 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 przedstawiała cele strategiczne, w których przewidywała m.in. wzrost EBITDA LIFO do średniorocznie 4 mld PLN w latach 2019-22.

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

Prognozy przyjęte w aktualnej rekomendacji

DM BDM	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skoryg.	2,1	2,6	3,0	3,1	3,2	3,8	3,6	3,6
upstream	0,3	0,7	0,9	0,9	0,7	0,8	1,0	1,0
downstream	1,8	1,9	2,2	2,2	2,5	2,9	2,5	2,6
dług netto/EBITDA	2,6	1,8	0,8	0,6	0,7	0,1	-0,1	-0,4
CAPEX	1,2	1,0	1,4	1,0	1,1	0,9	1,0	0,9
upstream	-	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
downstream	-	0,7	1,1	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7
wydobycie tys boe/d	12	27	23	21	19	20	23	23
zasoby 2P [mln boe]	67	73	64	57	50	42	34	26
stacje paliw	476	487	493	495	499	507	515	523

Źródło: BDM S.A.

Strategia zakładała przeznaczenie 9,4 mld PLN na CAPEX w całym jej okresie (3,0 mld PLN na upstream, 2,5 mld PLN na rafinerię, 0,6 mld PLN na handel, dodatkowe 3,3 mld PLN miało być alokowane do segmentów do końca 2018 roku z perspektywą wykorzystania do 2023 roku).

Założenia makroekonomiczne ze strategii

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

Źródło: BDM S.A., spółka

Wykonanie lat 2017-18 i założenia makro przyjęte w aktualnej rekomendacji

DM BDM	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
USD/PLN	3,78	3,61	3,82	3,80	3,70	3,61
Brent [USD/bbl]	54	71	65	62	59	58
gaz NBP [USD/boe]	32	45	26	34	35	35
marże produktowe [USD/t]						
benzyna	142	120	108	117	112	112
ON	87	103	109	116	115	114
lekki olej opałowy	76	92	99	101	102	103
paliwo lotnicze	116	146	142	153	153	151
ciężki olej opałowy	-111	-144	-130	-167	-154	-154

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Aktualizację strategii zapowiadano już kilkakrotnie. Przeszkodą w naszej opinii mogą być częste zmiany w zarządzie spółki oraz pojawianie się kwestii przejścia Lotosu przez PKN Orlen. Ostatni sygnalizowany publicznie termin to 3Q'19. Aktualizacja jest w naszym zdaniem konieczna ze względu na przesunięcia w harmonogramach prowadzonych inwestycji (m.in. ponad roczne opóźnienie w zakończeniu projektu EFRA czy kolejne przesunięcia na inwestycjach w upstreamie). Spółka zapowiadała także alokację do końca 2018 roku dodatkowego CAPEX po analizie opłacalności kilku projektów, w grę wchodziły: budowa kompleksu olefinowego z ETBE / przekierowanie benzyny surowej z eksportu do produkcji benzyn motorowych / rozszerzenie oferty wysokomarżowych olejów bazowych II i III grupy produkowanych z własnego surowca (hydrowaksu) / budowa elektrociepłowni na własne potrzeby.

Planowana w strategii z 2016 roku 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

Projekt Polimery Police (PDH)

Jak na razie pojawiła się tylko perspektywa zainwestowania, jako inwestor mniejszościowy, do 500 mln PLN (co stanowi równowartość do 2,70 PLN/akcję Lotosu) w projekt Polimery Police (PDH) planowany przez Grupę Azoty w Policach. Lotos i Grupa Azoty podpisały list intencyjny w tej sprawie pod koniec kwietnia i obowiązuje on do końca października 2019 roku.

Wartość całkowita projektu PDH to 1,5 mld EUR (z czego ok. 1,0 mld EUR stanowi wartość umowy z Hyundai Engineering, który będzie generalnym wykonawcą inwestycji od sierpnia 2019 do grudnia 2022 roku). Bazowy scenariusz zakłada finansowanie kapitałem własnym na poziomie ok. 2,8 mld PLN, z tego ok. 1,0 mld PLN ma pochodzić od inwestorów innych niż powiązanych z Grupą Azoty (listy intencyjne z Hyundai, Korea Overseas Infrastructure & Urban Development Corporation oraz Lotosem). Możliwe jest także dołączenie do projektu kolejnych partnerów (w kierunku zwiększenia udziału kapitału własnego względem długu). Szczegółowe informacje na temat projektu znajdują się w naszej rekomendacji na temat Polic z 17/06/2019 dostępnej na stronie www.bdm.pl (pdf pod adresem: <https://tiny.pl/tf5tp>).

Zakup udziałów w Lotosie przez PKN Orlen

- Pod koniec lutego 2018 roku PKN Orlen poinformował o podpisaniu ze Skarbem Państwa listu intencyjnego w sprawie przejścia kontroli nad Lotosem (nabycie bezpośrednio lub pośrednio przez Orlen minimum 53% akcji gdańskiej spółki). Skarb Państwa ma w Lotosie obecnie 53,2% akcji (nie ma innych akcjonariuszy, którzy posiadaliby powyżej 5% akcji). Orlen zastrzegł, że list intencyjny nie stanowi wiążącego zobowiązania do przeprowadzenia transakcji.
- Bazowy scenariusz to nabycie przez PKN od Skarbu Państwa 32,99% akcji, a następnie ogłoszenie wezwania w celu osiągnięcia 66% (w związku z zamiarem przekroczenia 33%). Tu kwestią do rozwiązania jest prawdopodobieństwo, że Skarb Państwa zostanie jednak z jakimś pakietem akcji Lotosu, jeśli dojdzie do redukcji zapisów. Taki scenariusz zakładałby też utrzymanie Lotosu na GPW.
- W momencie rozpoczęcia procesu zakładano, że może potrwać od roku do kilkunastu miesięcy. PKN zakładał m.in., że złoży do Komisji Europejskiej wniosek dotyczący połączenia na przełomie 2018 i 2019 roku a zgoda zostanie uzyskana do połowy 2019 roku.
- PKN złożył wniosek do KE dopiero na początku lipca. Ostatnie wypowiedzi prezesa Orlenu stawiają jednak w naszej opinii większe niż wcześniej znaki zapytania w kwestii pozytywnego zamknięcia transakcji. Orlen złożył wniosek, aby wyjść z fazy prenotyfikacji, ale KE oczekuje głębszych analiz i dalszych rozmów. Z wypowiedzi przedstawicieli PKN po publikacji raportu za 2Q'19 wynika, że do 7 sierpnia KE powinna zająć stanowisko w sprawie wniosku. Komisja może albo podjąć już ostateczną decyzję w sprawie zgody na koncentrację, albo zdecydować o przejściu do drugiej fazy. Zdaniem Orlenu ostateczna zgoda, prawdopodobnie warunkowa, jest nadal osiągalna. Według wcześniejszych wypowiedzi prezesa Orlenu

nawet ewentualna negatywna decyzja nie zatrzyma współpracy obydwu spółek a Orlen prawdopodobnie po pewnym czasie ponownie złoży wniosek do KE.

- Orlen szacuje, że zoptymalizowane w ramach całego koncernu procesy pozwolą na ograniczenie kosztów funkcjonowania – w komunikacie podano, że może to być nawet kilkaset mln PLN rocznie. Nowy podmiot ma poprawić swoją pozycję negocjacyjną przy zaopatrzeniu w surowce (przede wszystkim zakupy ropy), uzyskać szereg synergii w zakresie logistyki produktów, planowania produkcji, nakładów inwestycyjnych.
- Ze względu na brak finalnych parametrów nie uwzględniamy na razie transakcji w prognozach (przejęcie 66% akcji kosztowałoby przy obecnym kursie Lotosu ok. 10,6 mld PLN). Nie znamy bowiem np. ceny po jakiej PKN odkupiłby akcje od Skarbu Państwa oraz dokonywał wezwania. Pytaniem jest też jak głęboka będzie integracja spółek – np. pozostawienie Lotos na giełdzie może dać mniejsze korzyści (np. nadal w spółce będą mniejszościowi akcjonariusze, którzy mogą chcieć realizować własne interesy – podobny przypadek jak przez lata w Unipetrolu) niż przejęcie pełnej kontroli nad spółką.

Porównanie PKN vs Lotos

PKN Orlen					Lotos				
MC [mln PLN]					MC [mln PLN]				
dług netto 1Q'19 [mln PLN]*					dług netto 1Q'19 [mln PLN]				
41 488					16 121				
8 707					2 963				
2015					2015				
2016					2016				
2017					2017				
2018					2018				
Przychody [mln PLN]	88 336	79 553	95 364	109 706	Przychody [mln PLN]	22 709	20 931	24 186	30 122
EBITDA [mln PLN]	6 235	9 642	11 078	9 776	EBITDA [mln PLN]	1 138	2 923	3 073	3 704
EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]	10 376	8 001	9 504	1 814	EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]	2 126	2 633	3 049	3 138
Zysk netto [mln PLN]	2 837	5 261	6 655	5 463	Zysk netto [mln PLN]	-263	1 015	1 672	1 587
Aktywa [mln PLN]	48 137	55 559	60 664	64 141	Aktywa [mln PLN]	19 169	19 326	21 171	22 224
KW [mln PLN]	24 244	29 285	35 211	35 739	KW [mln PLN]	7 712	8 611	10 713	12 035
Dług netto [mln PLN]	6 950	3 504	927	5 599	Dług netto [mln PLN]	5 616	4 623	2 468	1 909
Dług netto/EBITDA LIFO skoryg.	0,7	0,4	0,1	3,1	Dług netto/EBITDA LIFO skoryg.	2,6	1,8	0,8	0,6
CF operacyjny [mln PLN]	5 354	9 331	8 050	4 980	CF operacyjny [mln PLN]	1 488	2 654	3 127	2 328
CAPEX + akwizycje [mln PLN]	3 079	5 033	4 039	4 454	CAPEX + akwizycje [mln PLN]	1 202	997	1 439	967
P/E	14,6	7,9	6,2	7,6	P/E	-	15,9	9,6	10,2
EV/EBITDA	7,8	4,7	3,8	4,8	EV/EBITDA	19,1	7,1	6,0	4,9
EV/EBITDA LIFO skoryg.	4,7	5,6	4,5	26,0	EV/EBITDA LIFO skoryg.	10,2	7,9	6,1	5,7
P/BV	1,7	1,4	1,2	1,2	P/BV	2,1	1,9	1,5	1,3
Segment rafineryjny					Segment rafineryjny				
Przerób ropy [tys t]	30 909	30 147	33 228	33 380	Przerób ropy [tys t]	10 213	10 387	9 626	10 764
Sprzedaż [tys t]	24 991	25 574	27 055	27 150	Sprzedaż [tys t]	10 681	10 838	10 637	11 452
Sprzedaż [mln PLN]	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	Sprzedaż [mln PLN]	16 599	15 169	17 632	22 436
EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]	6 443	4 895	4 856	3 939	EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]	1 668	1 838	2 044	2 021
Marża modelowa [USD/bbl]	10,0	7,8	7,7	6,6	Marża modelowa [USD/bbl]	7,8	6,8	7,5	7,4
EBITDA LIFO skoryg. [USD/bbl]	9,2	6,6	6,4	5,4	EBITDA LIFO skoryg. [USD/bbl]	5,6	5,8	6,9	6,6
Segment petrochemiczny					Segment petrochemiczny				
Wolumen [tys t]	5 389	5 134	5 870	5 566	Wolumen [tys t]				
Sprzedaż [mln PLN]	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	Sprzedaż [mln PLN]				
EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]	3 025	1 778	3 034	2 069	EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]				
Marża petrochemiczna [EUR/t]	963	961	934	887	Marża petrochemiczna [EUR/t]				
Segm. rafineryjny + petrochemiczny					Segm. rafineryjny + petrochemiczny				
Sprzedaż [mln PLN]	69 611	60 094	75 241	89 737	Sprzedaż [mln PLN]	16 599	15 169	17 632	22 436
Segment detaliczny					Segment detaliczny				
Sieć stacji ogółem [średnio]	2 685	2 689	2 743	2 790	Sieć stacji ogółem [średnio]	454	480	487	489
Sieć stacji ogółem [eop]	2 679	2 695	2 783	2 803	Sieć stacji ogółem [eop]	476	487	493	495
Wolumen [tys t]	7 984	8 187	8 819	9 448	Wolumen [tys t]	1 216	1 082	1 168	1 253
Sprzedaż [mln PLN]	31 122	30 121	33 630	37 474	Sprzedaż [mln PLN]	5 771	4 952	5 694	6 736
EBITDA skoryg. [mln PLN]	1 556	1 832	2 066	2 794	EBITDA skoryg. [mln PLN]	112	140	154	181
Sprzedaż/stację [mln PLN]	11,6	11,2	12,3	13,4	Sprzedaż/stację [mln PLN]	12,7	10,3	11,7	13,8
Wolumen/stację [tys t]	3,0	3,0	3,2	3,4	Wolumen/stację [tys t]	2,7	2,3	2,4	2,6
EBITDA/stację [mln PLN]	0,58	0,68	0,75	1,00	EBITDA/stację [mln PLN]	0,25	0,29	0,31	0,37
Segment wydobywczy					Segment wydobywczy				
Wydobycie węglowodorów [mln boe]	2,66	4,93	5,65	6,51	Wydobycie węglowodorów [mln boe]	4,34	9,75	8,50	7,55
Sprzedaż [mln PLN]	215	442	515	605	Sprzedaż [mln PLN]	699	1 228	1 359	1 464
EBITDA skoryg. [mln PLN]	41	205	294	343	EBITDA skoryg. [mln PLN]	339	688	863	917

Źródło: BDM S.A., spółki, *wg MSSF16

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	12 331	12 462	13 078	14 418	14 360	14 270	14 136	14 017	13 934	13 859	13 793	13 735	13 696
Wartości niematerialne i prawne	652	468	490	457	457	455	452	448	444	440	436	432	428
Rzeczowe aktywa trwałe	10 652	11 166	11 786	13 159	13 102	13 014	12 882	12 768	12 688	12 618	12 556	12 501	12 466
Pozostałe aktywa trwałe	1 028	828	802	802	802	802	802	802	802	802	802	802	802
Aktywa obrotowe	6 995	8 709	9 146	9 145	9 899	9 431	9 743	9 904	9 914	9 072	8 954	8 838	8 702
Zapasy	3 334	3 560	4 849	4 565	4 116	3 720	3 524	3 665	3 657	3 517	3 462	3 628	3 632
Należności krótkoterminowe	2 260	2 678	1 883	1 778	1 858	1 638	1 699	1 686	1 697	1 587	1 717	1 719	1 721
Inwestycje krótkoterminowe	1 402	2 471	2 414	2 802	3 925	4 072	4 521	4 553	4 560	3 968	3 776	3 491	3 348
-środki pieniężne i ekwiwalenty	934	1 958	1 975	2 363	3 486	3 633	4 082	4 114	4 121	3 529	3 337	3 052	2 909
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	19 326	21 171	22 224	23 562	24 259	23 701	23 879	23 921	23 848	22 932	22 747	22 573	22 398
Kapitał (fundusz) własny	8 611	10 713	12 035	12 737	14 068	14 496	15 370	15 955	16 365	16 061	16 409	16 407	16 418
Zobowiązania i rezerwy na zob.	10 715	10 459	10 189	10 826	10 191	9 205	8 509	7 966	7 483	6 870	6 338	6 166	5 979
Rezerwy na zobowiązania	1 520	1 560	1 814	1 814	1 814	1 814	1 814	1 814	1 814	1 814	1 814	1 814	1 814
Zobowiązania długoterminowe	4 017	2 745	2 352	1 858	1 290	668	40	0	0	0	0	0	0
- w tym dług oprocentowany	3 981	2 738	2 345	1 858	1 290	668	40	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	5 179	6 154	6 023	7 154	7 087	6 724	6 655	6 152	5 669	5 056	4 524	4 352	4 165
- w tym dług oprocentowany	1 577	1 688	1 539	2 630	2 630	2 630	2 630	2 103	1 603	1 103	603	253	0
Pasywa razem	19 326	21 171	22 224	23 562	24 259	23 701	23 879	23 921	23 848	22 932	22 747	22 573	22 398

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	20 931	24 186	30 122	29 522	30 978	27 671	28 464	28 112	27 996	26 160	28 199	28 198	28 185
Zysk (strata) na sprzedaży	1 998	2 289	2 751	2 157	2 672	2 210	2 501	2 482	2 327	1 902	2 281	2 235	2 216
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-144	-61	230	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	2 923	3 073	3 704	3 021	3 650	3 271	3 562	3 505	3 290	2 841	3 198	3 131	3 093
EBITDA LIFO	2 999	2 902	3 204	3 142	3 762	3 385	3 627	3 517	3 273	2 830	3 192	3 131	3 093
EBIT	1 855	2 229	2 981	2 161	2 672	2 210	2 501	2 482	2 327	1 902	2 281	2 235	2 216
EBIT LIFO	1 932	2 058	2 481	2 282	2 785	2 324	2 566	2 494	2 310	1 891	2 275	2 235	2 216
Saldo działalności finansowej	-278	216	-262	-239	-142	-67	-41	-53	-66	-43	-24	-6	7
Zysk (strata) brutto	1 579	2 448	2 723	1 922	2 530	2 144	2 459	2 429	2 261	1 858	2 258	2 229	2 223
Zysk (strata) netto	1 015	1 672	1 587	1 334	1 725	1 205	1 603	1 615	1 621	1 318	1 665	1 663	1 674

CF [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	2 654	3 127	2 328	2 805	3 147	2 610	2 799	2 564	2 643	2 419	2 482	2 557	2 591
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1 003	-1 449	-1 087	-1 038	-894	-938	-891	-866	-842	-829	-818	-808	-811
Przepływy z działalności finansowej	-1 201	-483	-1 235	-1 343	-1 130	-1 525	-1 460	-1 665	-1 795	-2 182	-1 856	-2 034	-1 922
Przepływy pieniężne netto	449	1 195	6	424	1 124	147	448	33	7	-592	-192	-285	-142
Środki pieniężne na początek okresu*	278	731	1 921	1 938	2 363	3 486	3 633	4 082	4 114	4 121	3 529	3 337	3 052
Środki pieniężne na koniec okresu*	731	1 921	1 938	2 363	3 486	3 633	4 082	4 114	4 121	3 529	3 337	3 052	2 909

*poziom raportowany przez spółkę w bilansie i rachunku przepływów nie jest równy w latach 2016-18

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	24,5%	-2,0%	4,9%	-10,7%	2,9%	-1,2%	-0,4%	-6,6%	7,8%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	20,5%	-18,4%	20,8%	-10,4%	8,9%	-1,6%	-6,1%	-13,7%	12,6%	-2,1%	-1,2%
EBIT zmiana r/r	33,8%	-27,5%	23,7%	-17,3%	13,1%	-0,7%	-6,3%	-18,3%	20,0%	-2,0%	-0,9%
Zysk netto zmiana r/r	-5,0%	-15,9%	29,2%	-30,1%	33,0%	0,8%	0,4%	-18,7%	26,4%	-0,1%	0,7%
Marża EBITDA	12,3%	10,2%	11,8%	11,8%	12,5%	12,5%	11,8%	10,9%	11,3%	11,1%	11,0%
Marża EBITDA LIFO	10,6%	10,6%	12,1%	12,2%	12,7%	12,5%	11,7%	10,8%	11,3%	11,1%	11,0%
Marża EBIT	9,9%	7,3%	8,6%	8,0%	8,8%	8,8%	8,3%	7,3%	8,1%	7,9%	7,9%
Marża EBIT LIFO	8,2%	7,7%	9,0%	8,4%	9,0%	8,9%	8,3%	7,2%	8,1%	7,9%	7,9%
Marża brutto	9,0%	6,5%	8,2%	7,7%	8,6%	8,6%	8,1%	7,1%	8,0%	7,9%	7,9%
Marża netto	5,3%	4,5%	5,6%	4,4%	5,6%	5,7%	5,8%	5,0%	5,9%	5,9%	5,9%
ROE	13,2%	10,5%	12,3%	8,3%	10,4%	10,1%	9,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	7,1%	5,7%	7,1%	5,1%	6,7%	6,8%	6,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	3 884	4 488	3 921	3 298	2 670	2 103	1 603	1 103	603	253	0
D / (D+E)	17,5%	19,0%	16,2%	13,9%	11,2%	8,8%	6,7%	4,8%	2,7%	1,1%	0,0%
D / E	21,2%	23,5%	19,3%	16,2%	12,6%	9,6%	7,2%	5,1%	2,7%	1,1%	0,0%
Odsetki / EBIT	-8,8%	-11,1%	-5,3%	-3,0%	-1,7%	-2,1%	-2,8%	-2,3%	-1,0%	-0,3%	0,3%
Dług / kapitał własny	32,3%	35,2%	27,9%	22,8%	17,4%	13,2%	9,8%	6,9%	3,7%	1,5%	0,0%
Dług netto	1 909	2 126	435	-336	-1 412	-2 012	-2 518	-2 426	-2 734	-2 799	-2 909
Dług netto / kapitał własny	15,9%	16,7%	3,1%	-2,3%	-9,2%	-12,6%	-15,4%	-15,1%	-16,7%	-17,1%	-17,7%
Dług netto / EBITDA	0,5	0,7	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Dług netto / EBIT	0,6	1,0	0,2	-0,2	-0,6	-0,8	-1,1	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3
EV	18 030	18 247	16 555	15 785	14 709	14 109	13 603	13 695	13 387	13 322	13 212
Dług / EV	21,5%	24,6%	23,7%	20,9%	18,2%	14,9%	11,8%	8,1%	4,5%	1,9%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,2%	3,6%	3,0%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	133,8%	122,8%	94,1%	91,5%	87,3%	88,4%	91,4%	92,1%	92,8%	93,5%	95,6%
Amortyzacja / Przychody	2,4%	2,9%	3,2%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,6%	3,2%	3,2%	3,1%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	-1,8%	-0,8%	-1,3%	-0,3%	0,3%	0,0%	-0,6%	0,2%	0,3%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1,2%	86,4%	-16,0%	10,6%	-11,3%	-26,4%	2,7%	8,1%	2,3%	-	94,4%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E*	10,2	12,1	9,3	13,4	10,1	10,0	9,9	12,2	9,7	9,7	9,6
P/BV*	1,3	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
P/CE*	7,0	7,3	6,0	7,1	6,1	6,1	6,2	7,1	6,2	6,3	6,3
EV/EBITDA*	4,9	6,0	4,5	4,8	4,1	4,0	4,1	4,8	4,2	4,3	4,3
EV/EBITDA LIFO*	5,6	5,8	4,4	4,7	4,1	4,0	4,2	4,8	4,2	4,3	4,3
EV/EBIT*	6,0	8,4	6,2	7,1	5,9	5,7	5,8	7,2	5,9	6,0	6,0
EV/S*	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
BVPS	65,1	68,9	76,1	78,4	83,1	86,3	88,5	86,9	88,8	88,7	88,8
EPS	8,6	7,2	9,3	6,5	8,7	8,7	8,8	7,1	9,0	9,0	9,1
CEPS	12,5	11,9	14,6	12,3	14,4	14,3	14,0	12,2	14,0	13,8	13,8
DPS	1,0	3,0	2,4	4,7	4,3	5,7	6,6	8,8	7,1	9,0	9,0
Payout ratio	11,1%	34,9%	33,0%	50,0%	66,0%	66,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 87,2 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa, strategia

Krzystian Brymora

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny, energetyka

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
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	93,7	trzymaj	64,9	31.07.2019	13:20 CEST	87,2	59 451
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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'19*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	20%	0	0%
Akumuluj	3	60%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	20%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 przynosząc negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 31.07.2019 roku (13:20 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 05.08.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

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

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 31.07.2019 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.