

2 marca 2010

Aktualizacja raportu

**Rafinerijny**

Polska

Cena bieżąca	27,51 PLN
Cena docelowa	26,50 PLN
Kapitalizacja	3,57 mld PLN
Free float	1,49 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	15,92 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	53,19%
ING OFE	5,02%

Pozostali	41,79%
-----------	--------

Strategia dotycząca sektora

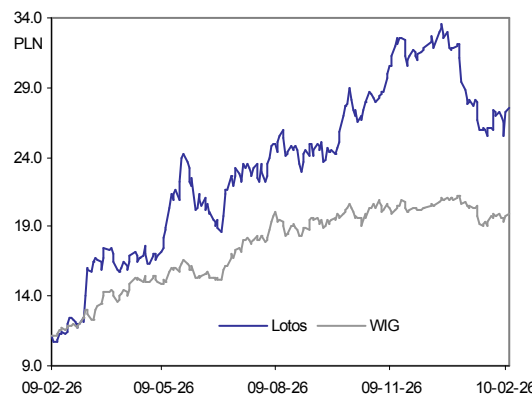
W ostatnich miesiącach otoczenie zewnętrzne dla rafinerii nie było sprzyjające, zarówno jeśli chodzi o marżę, jak i dyferencjał Ural/Brent. Pojawiają się już jednak sygnały poprawy sytuacji w tym zakresie. Utrzymanie obecnego ożywienia popytu na światowym rynku paliwowym powinno systematycznie wspierać sentyment w sektorze.

Profil spółki

Grupa Lotos jest drugą co do wielkości grupą rafinerijną w Polsce o mocach przerobowych 6 mln ton rocznie (planowane zwiększenie przerobu do 10,5 mln ton w 2011 roku). Spółka posiada także drugą co do wielkości sieć stacji paliw w Polsce (około 350 stacji), aktywa wydobywcze na Morzu Bałtyckim (Petrobaltic) oraz Morzu Norweskim (łącznie zasoby 2P szacowane są na 6,5 mln ton).

Ważne daty

30.04- publikacja skonsolidowanego raportu za 2009
06.05- publikacja skonsolidowanego raportu za 1Q'10

Kurs akcji Grupy Lotos na tle WIG**Kamil Kliszcz**

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Lotos

LTOS.WA; LTS PW

Trzymaj

(Podwyższona)

Poprawa marż na dieslu postępuje wolniej

Od naszej ostatniej rekomendacji kurs akcji Lotosu spadł o 13,9% i dlatego przy nieznacznie tylko zmienionej cenie docelowej na poziomie 26,5 PLN podwyższamy nasze zalecenie z redukuj do **trzymaj**. Opublikowane w ostatnich dniach wyniki kwartalne nie stanowią w naszej opinii podstawy do istotnej weryfikacji prognoz na rok 2010 na poziomie EBITDA LIFO, gdyż część pozytywnych efektów widocznych w 2H'09 może się nie powtórzyć w takiej skali. **Wolniejsze niż zakładaliśmy odbudowywanie się cracków na oleju napędowym skłania nas z kolei do rewizji zysków rafinerii w latach 2011-12. Zwracamy również uwagę, że pozytywna perspektywa wykupu zapasów obowiązkowych wydaje się nieco oddalać.**

4Q'09 - kolejne przesunięcie marży wydobywczej

Wyniki Lotosu za 4Q były zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie EBIT, aczkolwiek ich struktura już istotnie odbiegała od założeń. Negatywnie zaskoczył segment wydobywczy, gdzie znów nastąpiło przesunięcie znacznej części marży na kolejny kwartał ze względu na księgowo aspekty konsolidacji (nawet do 40 mln PLN) oraz zaksięgowano odpis na nieudane odwierty w kwocie 25 mln PLN. Brak zysków na tej działalności został zrekomensowany lepszym niż prognozowaliśmy wynikiem rafinerii, która mimo trudnych warunków makro osiągnęła dodatni EBIT LIFO na poziomie 25 mln PLN vs. prognoza -45 mln PLN (prawdopodobnie efekt nadal wysokich marż na asfaltach i produktach importowanych).

Perspektywa 2010- efekty 10+ w drugim półroczu

Zaskakująco dobre wyniki segmentu rafinerijnego w 2H'09 przy słabych marżach i niskim dyferencjale są przez część inwestorów traktowane jako dobry prognostyk na kolejne okresy w kontekście poprawiającego się otoczenia makro. Zwracamy jednak uwagę, że część pozytywnych zjawisk, takich jak wysokie marże na paliwach z importu czy spready na asfaltach oraz dodatnie operacyjne różnice kursowe może nie pojawić się już w 2010 roku w takiej skali (wzrost cen ropy, umocnienie złotego, wzrost popytu w regionie). Istotnej poprawy wyników spodziewać się należy dopiero w 2H'10, po uruchomieniu instalacji MHC pozwalającej na zwiększenie przerobu ropy. Zapowiadane przez Zarząd utrzymanie w 1Q'10 wyniku operacyjnego na poziomie 4Q'09 wydaje się nam raczej optymistyczne.

Spekulacje o inwestorze branżowym

Ostatnio w prasie pojawiło się wiele spekulacji na temat potencjalnych inwestorów branżowych (Lukoil, CNPC, Socar) zainteresowanych przejęciem pakietu Lotosu należącego do MSP. Według ostatnich wypowiedzi przedstawicieli resortu żadne rozmowy w tej sprawie się jednak nie toczą, a w rozważanym scenariuszu MSP byłoby gotowe zejść z udziałami tylko do poziomu 30%. W naszej opinii przy zachowaniu kontroli resortu nad Spółką trudno będzie zachęcić do inwestycji podmioty z sektora.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	16 294,7	14 320,5	17 438,7	23 976,6	26 083,8
EBITDA	169,2	724,1	805,9	1 438,6	1 737,0
marża EBITDA	1,0%	5,1%	4,6%	6,0%	6,7%
EBIT	-145,8	424,2	457,1	662,0	956,3
Zysk netto	-453,9	883,3	391,6	576,0	773,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	-	4,0	9,1	6,2	4,6
P/CE	-	3,0	4,8	2,6	2,3
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	39,8	12,4	12,2	7,7	6,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

4Q'09- słabszy upstream, lepsza rafineria + one-offy

Skonsolidowane wyniki operacyjne Lotosu okazały się być zgodne z naszymi oczekiwaniami i nieco gorsze od rynkowego konsensusu. Struktura EBIT odbiega jednak od naszych szacunków. Negatywne zaskoczenie pojawiło się w segmencie wydobywczym, który wypracował stratę rzędu -3 mln PLN (po uwzględnieniu korekty konsolidacyjnej sięgnęła ona nawet -16 mln PLN) vs. nasza prognoza 45,8 mln PLN, co może być tym bardziej zaskakujące, że przerób ropy z Petrobalticu sięgnął aż 122 tys. ton vs. zakładane 94,9 tys. ton. Zarząd wyjaśnił jednak, że znaczną część tego wolumenu przetworzono w grudniu i produkty pozostały jeszcze na zapasach, stąd nie można było rozpoznać marży wydobywczej na około 85 tys. ton. Powinna się ona pojawić w 1Q'2010 roku. Negatywny wpływ na raportowany wynik na tej działalności miały również zwiększone koszty w zależnej spółce w Norwegii oraz odpis na nietrafione nakłady poszukiwawcze na złożu B22 w kwocie 25 mln PLN. Segment rafineryjny tymczasem osiągnął aż 100 mln PLN zysku operacyjnego przy nieco zwiększonej amortyzacji (+2 mln PLN q/q) vs. oczekiwane 38 mln PLN. Efekt LIFO był zgodny z naszymi szacunkami (81,8 mln PLN vs. 83 mln PLN), co tym bardziej sugeruje wysoką jakość zaprezentowanego wyniku. Przerób ropy wyniósł 1,55 mln ton, tak więc zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie nastąpiło uruchomienie nowej instalacji destylacyjnej.

Skonsolidowane wyniki kwartalne GK Lotos

(mln PLN)	IVQ2009	IVQ2008*	zmiana	IVQ2009P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	2009	2008	zmiana
Przychody	4 024,0	3 751,1	7,3%	4 262,5	-5,6%	4 241,0	-5,1%	14 320,5	16 294,7	-12,1%
EBITDA	166,7	-585,9	-	163,0	2,3%	183,0	-8,9%	724,1	169,2	328,0%
marża EBITDA	4,1%	-15,6%	-	3,8%	-	4,3%	-	5,1%	1,0%	-
EBIT	86,2	-665,4	-	90,0	-4,2%	118,0	-27,0%	424,2	-145,8	-
Zysk brutto	237,4	-1 097,2	-	127,0	86,9%	-	-	1 092,0	-504,2	-
Zysk netto	223,6	-882,0	-	102,9	117,3%	114,0	96,1%	883,3	-453,9	-

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE, PAP; * z uwzględnieniem korekt z raportu rocznego

Na poziomie działalności finansowej saldo było dodatnie i wyniosło 151 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 37 mln PLN. Główne przyczyny odchylenia to rozwiązanie rezerw na Energobaltic i przeszacowanie wartości tej firmy (układ z wierzycielami) w kwocie 62 mln PLN oraz pozostałe dodatnie różnice kursowe w kwocie 89 mln PLN. Zyski z przeszacowania kredytów walutowych były zgodne z naszymi prognozami (52,6 mln PLN vs. 55 mln PLN), podobnie jak wynik na hedgingu walutowym (-3,4 mln PLN vs. -7 mln PLN, w tym rozliczenie +87 mln PLN i wycena otwartych pozycji -90 mln PLN). Saldo na instrumentach zabezpieczających poziom marży rafineryjnej wyniosło 7,1 mln PLN, a stopy procentowej -27 mln PLN. Warto w tym miejscu dodać, że Spółka zwiększyła poziom otwartych pozycji w hedgingu walutowym w relacji do 3Q (+50 mln EUR/USD, +58 mln EUR/PLN i -56 mln USD/PLN). Ostatecznie zysk netto wyniósł aż 223 mln PLN, na co wpływ miał również niski podatek na poziomie 12 mln PLN.

W 4Q saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej było dodatnie i wyniosło 43 mln PLN, mimo ujemnej kontrybucji kapitału obrotowego (spadek zobowiązań i wzrost zapasów przy neutralizującym wpływie obniżonych należności). Wydatki inwestycyjne sięgnęły 540 mln PLN i były głównie związane z programem 10+, którego realizacja wynosi już 94%. Wykorzystanie kredytów na płatności z tytułu tego projektu na koniec grudnia wynosiło 81,8%. Dług netto w ujęciu q/q wzrósł o 400 mln PLN do poziomu 5,33 mld PLN.

Skonsolidowane wyniki kwartalne GK Lotos wg. segmentów

(mln PLN)	1Q 08	2Q 08	3Q 08	4Q 08	1Q 09	2Q 09	3Q 09	4Q 09
Przychody	3 561 473	4 217 918	4 764 221	3 772 731	2 716 635	3 447 868	4 132 020	4 024 008
EBIT	94 699	381 824	39 181	-661 146	1 738	151 336	184 958	86 194
upstream	36 000	88 000	41 000	0	15 000	-9 000	-7 000	-3 000
rafineria	71 000	343 000	-13 000	-730 000	-4 000	170 000	195 000	105 000
LIFO	45 200	211 800	24 100	-893 300	83 300	239 100	86 400	81 800
detal	-9 000	-7 000	8 000	-6 000	-2 000	6 000	17 000	-5 000
pozostałe	-9 000	-3 000	19 000	-4 000	-7 262	-16 000	-20 000	11 194
EBIT LIFO	49 499	170 024	15 081	232 154	-81 562	-87 764	98 558	4 394

Źródło: Lotos

Otwarte pozycje hedgingowe Lotosu na kursy walutowe

	wolumen w mln	przedział kursu	kurs na koniec okresu	kurs obecny
na koniec września 2009				
EUR/USD	106,8	1,25-1,48	1,46	-
EUR/PLN	-13,1	4,17-4,66	4,22	-
USD/PLN	-4,3	2,84-3,58	2,89	-
na koniec grudnia 2009				
EUR/USD	156,3	1,42-1,44	1,44	1,35
EUR/PLN	45,9	4,15-4,20	4,11	4,00
USD/PLN	-59,0	2,76-3,26	2,85	2,96

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

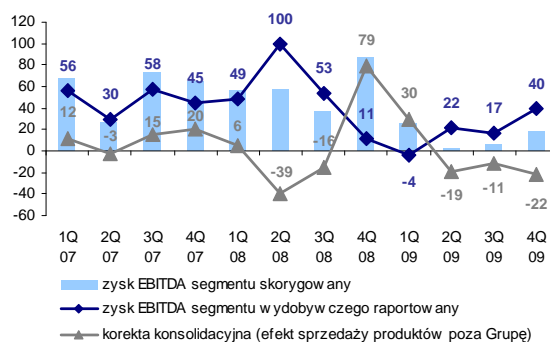
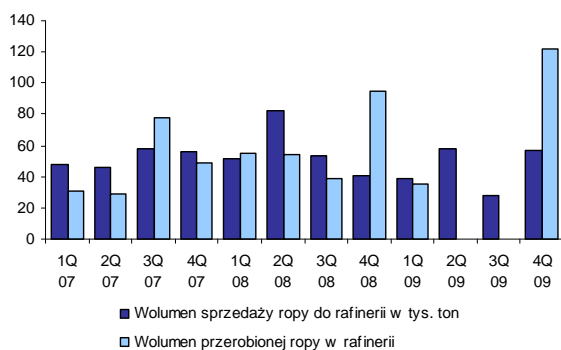
Otwarte pozycje hedgingowe na stopę procentową na koniec 2009 roku

	wolumen mln USD	data początkowa	data końcowa	poziom stopy procentowej
IRS	1280,0	15.10.2008-15.07.2011	30.06.2011-15.01.2018	3,33%-4,33%

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Segment wydobywczy- w oczekiwaniu na strategię

Wyniki segmentu wydobywczego ze względu na specyfikę procesu konsolidacji zysków w Grupie Lotos ciągle budzą wiele wątpliwości inwestorów i są powodem rozbieżności kwartalnych prognoz od raportowanych zysków na tej działalności. Warto więc bardziej szczegółowo opisać metodologię stosowaną przez Spółkę w tym zakresie. Według aktualnych zasad księgowości, wprowadzonych z początkiem 2009 roku, segment wydobywczy raportuje tylko przychody i zyski odnoszące się do poziomu sprzedaży ropy do rafinerii w danym okresie. Jednocześnie jednak w pozycji „korekty konsolidacyjne” dokonuje wyłączenia marży wydobywczej na surowcu sprzedanym do rafinerii, ale jeszcze nieprzerobionym i niesprzedanym w formie produktów gotowych. Ujemna korekta konsolidacyjna oznacza, że ropa kupiona w danym okresie od Petrobalticu pozostała na zapasach rafinerii. Dodatnia korekta pojawia się natomiast wówczas, gdy sprzedaż produktów wytworzonych na bazie ropy „Rozewie” jest wyższa niż wolumen surowca dostarczony w danym okresie z platformy wieńniczej na Bałtyku (potwierdzają to wyniki 4Q'09 w którym co prawda przerobiono aż 122 tys. ton ropy z własnego wydobycia, ale głównie w końcówce grudnia i sprzedaż gotowych produktów wyniosła tylko 35 tys. ton). Taka sytuacja ma zazwyczaj miejsce w okresie zimowym, kiedy to ze względu na niski poziom sprzedaży asfaltów, rafineria w większym stopniu przerabia ropę lekką. W tym kontekście w 1Q'10 można spodziewać się znacznej części marży wydobywczej odłożonej w 2009 roku, która może przekroczyć 40 mln PLN.

Oczyszczony wynik operacyjny segmentu wydobywczego na tle wolumenu wydobycia i przerobu ropy Petrobaltic


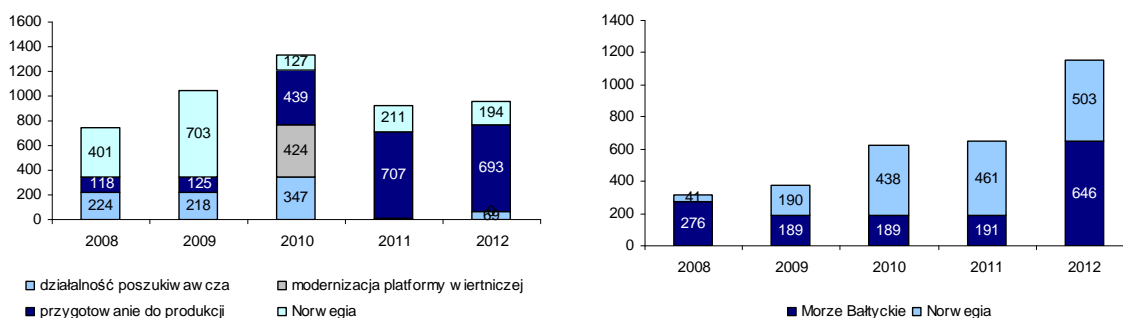
Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Właśnie w kontekście powyższych zasad księgowych należy oceniać wyniki wypracowane przez Lotos w segmencie wydobywczym w ubiegłym roku. Po uwzględnieniu wspomnianego odpisu na nieudane odwierty w kwocie 25 mln PLN oraz ujemnych korekt konsolidacyjnych, wpływ działalności wydobywczej na skonsolidowany strumień EBITDA wyniósł 53 mln PLN, a łącznie z przesuniętą marżą na 1Q'10 około 100 mln PLN. Kwota ta wydaje się zaskakująco niska w relacji do poprzednich 3 lat (średnio 230 mln PLN), nawet mając na uwadze niższe

ceny ropy w tym okresie. Wskazuje to w naszej opinii jednoznacznie na wzrost kosztów wydobywania na złożu B3 (zakładamy, że ma to jednak charakter przejściowy związany z raportowanymi na początku 2009 roku problemami technicznymi), a częściowo może wynikać z księgowanych już kosztów operacyjnych spółki norweskiej, która na razie nie generuje przychodów. W naszych prognozach na rok 2010 przyjmujemy więc powrót do wskaźników kosztowych obserwowanych w poprzednich latach, tym bardziej że w rachunku segmentu wydobywczego nie bierzemy pod uwagę działalności w Norwegii (efekt 78% efektywnej stopy procentowej będzie neutralizował przepływy pieniężne z tego kierunku). W tym kontekście przy zapowiadającym utrzymaniu wydobywania na poziomie około 190 tys. ton, segment powinien wypracować w tym roku około 180 mln PLN EBITDA na bieżącej produkcji (plus 40 mln PLN odłożone z 2009 roku).

W relacji do naszych wcześniejszych prognoz dokonaliśmy ponownej rewizji nakładów inwestycyjnych segmentu, przesuwając wydatki związane z modernizacją platformy wiertniczej (424 mln PLN planowane pierwotnie na 2010 rok). W konsekwencji o rok opóźniliśmy także osiągnięcie 646 tys. ton krajowego wydobywania, gdyż nowe przedłużone wierćto miało być wykorzystywane na wiercenia na polu B23. Zwracamy jednak uwagę, że zarówno plany capex jak i poziomy wydobywania mogą ulec istotnym zmianom po planowanej na połowę roku publikacji nowej strategii wydobywczej Lotosu. W obecnej sytuacji rynkowej należy liczyć się z ograniczeniem przez Zarząd planów w tym zakresie i dostosowanie ich do możliwości finansowania. Poniżej w celach wyłącznie prezentacyjnych zamieszczamy założenia do strategii wydobywczej Spółki, publikowanej w czerwcu 2008 roku (wielkość nakładów została już wstępnie obniżona w pakiecie antykrzysowym o 1,6 mld PLN).

Założenia strategii wydobywczej 2008-12 (czerwiec 2008)



Źródło: Lotos

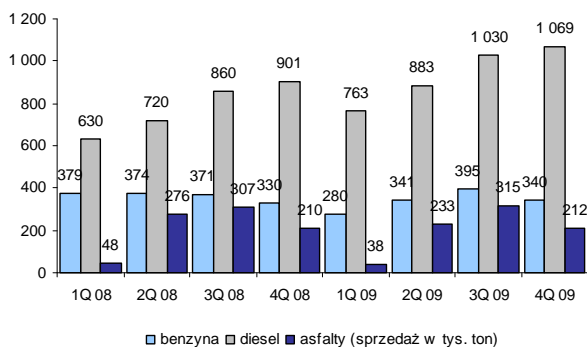
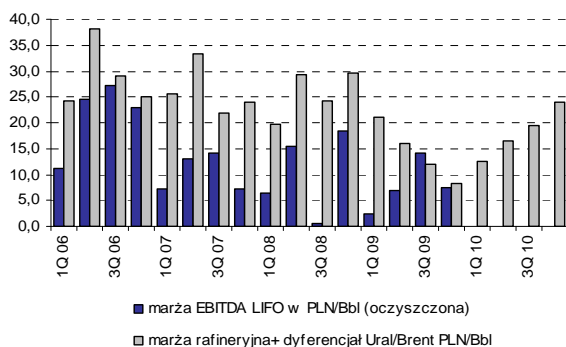
Segment rafineryjny- efekty 10+ dopiero w 2H

Segment rafineryjny w ostatnich 2 kwartałach 2009 roku zaprezentował mimo trudnego otoczenia marko, relatywnie dobre wyniki nawet po ich oczyszczeniu o efekt przeszacowania zapasów. Strumień EBITDA LIFO w drugim półroczu przyporządkowany do tego segmentu wyniósł 231 mln PLN vs. 213 mln PLN rok wcześniej. Teoretycznie pogorszenie warunków makro (marża+dyferencjał+kurs USD) powinno obniżyć rezultat operacyjny o ponad 300 mln PLN. Pozostaje oczywiście pytanie, jakie czynniki pozwoliły na zneutralizowanie tak istotnego załamania marż w sektorze. Na pewno częściowo odpowiada za to poprawa cracków na asfaltach, które stanowią w Lotosie aż 11% całkowitej sprzedaży (przykładowo w Grupie Orlenu tylko 5%). Była ona prawdopodobnie możliwa dzięki utrzymaniu cen na rynku krajowym z roku 2008, przy znacznie niższych cenach surowca (pozwoliła na to specyfika tego rynku i brak bieżącej indeksacji cen do HSFO). Według naszych szacunków pozytywny efekt z marży asfaltowej mógł sięgnąć nawet około 90-100 mln PLN. Pozostałe czynniki, które mogą odpowiadać za lepszy od prognoz wynik na działalności rafineryjnej to dodatnie różnice kursowe na działalności operacyjnej (umocnienie złotego i krótkoterminowe zyski kursowe na fakturach za ropę naftową) oraz wyższe marże handlowe na paliwie importowanym.

W kontekście powyższej analizy, nawet w środowisku obserwowanej poprawy marż i dyferencjału Ural/Brent, prognozy wzrostu wyników segmentu w roku 2010 powinny być ostrożne, szczególnie jeśli chodzi o pierwsze półrocze. Utrzymanie wysokich marż na asfaltach przy wzroście cen ropy może być bowiem trudne do zrealizowania. Rentowność na handlu paliwami importowanymi również znajduje się w naszej opinii pod presją w związku ze spadkiem średniego kursu USD/PLN oraz poprawą sytuacji popytowej na europejskim rynku paliwowym (w ubiegłym roku Polska była jedynym krajem w regionie o dodatniej dynamice popytu). W kontekście stabilizacji kursów walutowych nie można również zakładać powtórzenia pozytywnej kontrybucji ze strony krótkoterminowych różnic kursowych na

działalności operacyjnej. Problemem w I-szym półroczu może być również rosnąca amortyzacja w związku z zaawansowaniem programu 10+, gdyż według danych przedstawionych w raporcie za 4Q w 100% ukończono już budowę 4 kluczowych instalacji o łącznej wartości 0,5 mld EUR, które już pracują bądź są w fazie rozruchu technologicznego. Nawet przy naturalnym księgowym opóźnieniu objęcia tych aktywów amortyzacją, można spodziewać się jej istotnego wzrostu w 2Q.

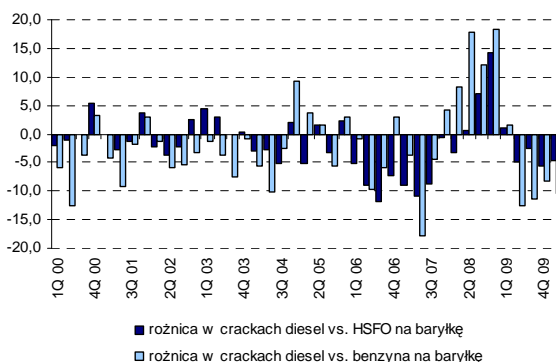
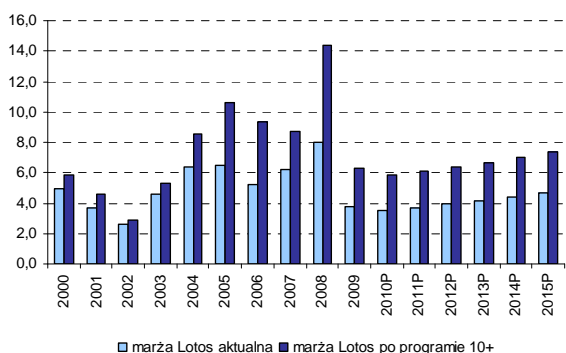
Jednostkowa EBITDA segmentu rafineryjnego vs. warunki rynkowe* i sprzedaż wolumenowa



*marża rafineryjna dla 3Q i 4Q'10 kalkulowana w oparciu o poprawione uzyski dzięki uruchomieniu instalacji MHC
Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

W naszych prognozach bierzemy pod uwagę powyższe ryzyka, dlatego mimo oczekiwanej stopniowej poprawy otoczenia makro w sektorze (założenia na poszczególne kwartały przedstawia powyższy wykres) oraz planowanego uruchomienia jesienią kluczowej instalacji MHC poprawiającej uzyski i średnią marżę przerobową, prognoza wyniku EBIT LIFO segmentu na 2010 rok wynosi 177 mln PLN (wzrost r/r tylko o 200 mln PLN mimo wzrostu przerobu o 2 mln ton). W związku z wolniejszym niż pierwotnie zakładaliśmy wzrostem cracków na dieslu, zdecydowaliśmy ponadto o znacznym obniżeniu prognoz wyników EBITDA LIFO segmentu rafineryjnego w latach 2011-12 odpowiednio o 17% i 14%. Tak znacząca redukcja w naszych szacunków wynika z faktu, że ze względu na planowany istotny wzrost uzysków średnich destylatów po uruchomieniu instalacji 10+ (udział na poziomie 53% vs. 43% obecnie), bardzo mocno rośnie wrażliwość wyników Lotosu na marże w tej kategorii produktów. Poniższy wykres ilustruje jak istotna jest relacja marż na poszczególnych produktach dla ostatecznej rentowności instalacji 10+ w przeliczeniu na baryłkę w porównaniu do obecnych mocy produkcyjnych.

Teoretyczna marża rafineryjna Lotosu - aktualna i po zakończeniu programu 10+ w USD/BBI



Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Założenia makroekonomiczne

W poniższej tabeli przedstawiamy założenia makroekonomiczne przyjęte do modelu DCF.

USD/Bbl	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
ropa Brent	65,4	72,8	98,0	62,0	75,0	80,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
ropa Ural	61,2	69,5	95,1	61,2	73,7	78,0	87,6	87,7	87,7	87,7	87,8	87,8	87,8	87,8
dyferencjał Ural-Brent	4,2	3,3	2,9	0,8	1,3	2,0	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2
marża produktowa Lotos*	5,2	6,2	8,0	3,7	4,1	6,1	6,4	6,7	7,0	7,3	7,7	8,1	8,1	8,1

w tys. ton

Przerób ropy	6 099	6 157	6 204	5 462	7 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500
Wydobycie Petrobaltic	264	187	258	201	189	191	191	646	750	1000	1000	1000	1000	1000

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
kurs USD/PLN	3,11	2,77	2,42	3,12	3,00	2,90	2,80	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70
kurs EUR/PLN	3,90	3,78	3,48	4,33	4,05	3,80	3,60	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

Źródło: Bloomberg, szacunki DI BRE

Petrobaltic

W naszej wycenie Petrobalticu uwzględniliśmy następujące czynniki:

- Bierzemy pod uwagę założenia przedstawionej przez Zarząd strategii rozwoju segmentu na polskim szelfie Morza Bałtyckiego z zastrzeżeniami przedstawionymi w poprzednim rozdziale (przesunięcie części wydatków i celów oraz wpływ pakietu antykryzysowego). Nie uwzględniamy natomiast planowanych wydatków na zakup aktywów na szelfie norweskim i nie bierzemy pod uwagę wolumenów produkcji z nimi związanych. Zakładamy, że wpływ tych projektów na wycenę Spółki będzie neutralny (cena zapłacona równa NPV). Wartość udziałów w złożu Yme uwzględniamy w końcowej wycenie Lotosu wg. wartości bilansowej.
- W długim okresie Spółka dzięki nakładom na poszukiwania złóż po stopniowym wyczerpywaniu się zasobów B3 i B8 uruchomi kolejne projekty i nie zaprzestanie działalności wydobywczej. Ze względu na zauważalną cykliczność w generowanych przepływach pieniężnych, przy wyznaczaniu wartości rezydualnej przyjęliśmy wartość Capex i amortyzacji na średnim poziomie z lat 2010-2019.
- FCF dyskontujemy na koniec lutego 2010 roku. Do kalkulacji wartości firmy uwzględniamy neutralny poziom długu netto (Lotos nie podaje struktury bilansu wg. segmentów).



Model DCF dla Petrobaltic

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Cena ropy Brent	75,0	80,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	
Wydobycie ropy w tys. ton	189	191	191	646	750	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	
Przychody ze sprzedaży	396,7	308,3	330,8	1 109,6	1 288,2	1 717,6	1 717,6	1 717,6	1 717,6	1 717,6	
zmiana	68,8%	-22,3%	7,3%	235,5%	16,1%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA	222,8	186,2	212,3	742,6	863,3	1 153,8	1 153,5	1 153,3	1 153,0	1 152,6	1 153,0
marża EBITDA	56,2%	60,4%	64,2%	66,9%	67,0%	67,2%	67,2%	67,1%	67,1%	67,1%	
Amortyzacja	53,3	58,0	69,9	222,9	206,4	206,2	214,6	210,7	210,7	210,7	210,7
EBIT	169,5	128,3	142,4	519,7	656,9	947,6	938,9	942,5	942,2	941,9	942,2
marża EBIT	42,7%	41,6%	43,1%	46,8%	51,0%	55,2%	54,7%	54,9%	54,9%	54,8%	
Opodatkowanie EBIT	32,2	24,4	27,1	98,7	124,8	180,0	178,4	179,1	179,0	179,0	179,0
NOPLAT	137,3	103,9	115,4	421,0	532,1	767,5	760,5	763,4	763,2	763,0	763,2
CAPEX	-374,3	-1 811,9	-805,9	-293,5	-293,5	-293,5	-293,5	-293,5	-293,5	-293,5	-570,1
Kapitał obrotowy	-2,7	1,5	-0,4	-12,9	-3,0	-7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-186,4	648,5	-621,0	337,5	442,1	673,2	681,7	680,7	680,5	680,2	403,8
WACC	9,9%	7,9%	7,7%	8,3%	9,1%	10,1%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
współczynnik dyskonta	92,4%	85,6%	79,5%	73,4%	67,3%	61,1%	54,9%	49,2%	44,2%	39,6%	39,6%
PV FCF	-172,3	-1 411,9	-493,9	247,8	297,6	411,7	374,0	335,0	300,4	269,4	
WACC	9,9%	7,9%	7,7%	8,3%	9,1%	10,1%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Koszt długu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Stopa wolna od ryzyka	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	34,2%	66,1%	69,4%	59,8%	48,0%	31,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Koszt kapitału własnego	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Wzrost FCF po okresie prognozy											0,0%
Wartość rezydualna (TV)											3 522,3
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)											1 395,3
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy											158,0
Wartość firmy (EV)											1 553,2
Dług netto											0,0
Wartość firmy											1 553,2
Liczba akcji Lotosu (mln)											129,9
Udział Lotosu w kapitale Petrobalticu											99%
Wartość pakietu Petrobaltic należącego do Lotosu											1 542,7
Wartość pakietu na akcję Lotosu (PLN)											11,9



Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF, cenę docelową dla jednej akcji Lotosu szacujemy na 26,5 PLN i w kontekście obecnej wyceny rynkowej rekomendujemy trzymanie walorów tej Spółki.

Wycena DCF

Założenia modelu

1. W tym modelu DCF uwzględniamy przepływy pieniężne generowane przez GK Lotos, ale z wyłączeniem Spółki Petrobaltic, której wartość oszacowaliśmy wcześniej.
2. Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec lutego 2010 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2009 roku.
3. W modelu uwzględniamy przedstawione założenia makroekonomiczne.
4. Wartość firmy powiększamy o szacowaną przez nas wartość posiadanego pakietu w Petrobalticu oraz złożach Yme (wycena wg. wskaźnika EV/2P na poziomie 10 przy zasobach wydobywalnych 13,2 mln baryłek).
5. W roku 2019 amortyzacja jest wyższa niż CAPEX, co nie jest do utrzymania w dłuższym terminie, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 414 mln PLN.
6. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę sprzedaży oraz marżę EBITDA z roku 2019.
7. Po roku 2019 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,1% współczynnik beta na poziomie 1.



Model DCF wyceny akcji Lotos

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	17 439	23 977	26 084	25 386	25 624	25 872	26 132	26 403	26 605	26 816	27 029
<i>zmiana</i>	21,8%	37,5%	8,8%	-2,7%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%
EBITDA	583,0	1 252,3	1 524,7	1 317,6	1 334,8	1 354,2	1 376,2	1 399,8	1 354,7	1 308,5	1 318,9
<i>marża EBITDA</i>	3,3%	5,2%	5,8%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,1%	4,9%	4,9%
Amortyzacja	295,4	718,6	710,8	630,9	543,4	534,0	546,5	551,4	547,6	544,7	414,0
EBIT	287,6	533,8	813,9	686,7	791,3	820,3	829,7	848,4	807,1	763,8	904,9
<i>marża EBIT</i>	1,6%	2,2%	3,1%	2,7%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,0%	2,8%	3,3%
Opodatkowanie EBIT	54,6	101,4	154,6	130,5	150,4	155,8	157,6	161,2	153,3	145,1	171,9
NOPLAT	233,0	432,3	659,2	556,3	641,0	664,4	672,1	687,2	653,7	618,7	733,0
CAPEX	-912	-406	-424	-414	-414	-414	-414	-414	-414	-414	-414
Kapitał obrotowy	-378,2	-342,6	-833,6	-10,5	-37,2	-42,6	-36,9	-38,3	-37,1	-37,1	-38,3
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-762,2	402,3	112,4	762,6	733,2	741,8	767,7	786,4	750,2	712,3	694,7
WACC	8,5%	8,7%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%	9,5%	9,5%
<i>współczynnik dyskonta</i>	93,4%	85,9%	79,0%	72,5%	66,5%	61,1%	56,1%	51,5%	47,2%	43,2%	47,2%
PV FCF	-712,1	345,8	88,8	552,9	488,0	453,0	430,3	404,6	354,5	307,4	
WACC	8,5%	8,7%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%	9,5%	9,5%
Koszt długu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Stopa wolna od ryzyka	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	48,6%	44,8%	41,9%	41,2%	40,2%	39,8%	40,3%	40,5%	41,0%	30,0%	30,0%
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy				1,0%	Analiza wrażliwości						
Wartość rezydualna (TV)				8 177,5	Wzrost FCF w nieskończoności						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				3 863,8		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				2 713,0	WACC +1,0pp	20,4	23,1	26,5	30,8	36,4	
Wartość firmy (EV)				6 576,8	WACC +0,5pp	21,7	24,7	28,5	33,4	39,9	
Dług netto				5 334,8	WACC	23,1	26,5	30,8	36,4	44,1	
Wartość firmy				1 242,0	WACC -0,5pp	24,7	28,5	33,4	39,9	49,1	
Liczba akcji (mln)				129,9	WACC -01,0pp	26,5	30,8	36,4	44,1	55,1	
Wartość firmy na akcję w PLN (bez Petrobalticu)				9,6							
Wartość udziałów w Petrobalticu na akcję				11,9							
Wartość posiadanych złóż Yme na akcję				3,0							
Ostateczna wartość akcji Lotosu				24,5							
9-miesięczny koszt kapitału				8,2%							
Cena docelowa				26,5							
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej				12,7							
P/E('09) dla ceny docelowej				3,9							
Udział TV w EV (część rafineryjna)				59%							



Wycena porównawcza

	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2009	2010P	2011P	2012P	2009	2010P	2011P	2012P
MOL	17925,0	22,1	10,8	8,7	7,8	7,8	5,6	4,9	4,4
OMV	27,4	11,4	7,4	6,1	5,5	4,7	3,8	3,2	3,0
PKN*	33,3	10,7	10,3	10,4	5,4	5,6	5,1	4,5	3,4
Tupras	29,5	9,6	8,9	8,1	8,6	6,2	5,7	4,9	4,9
Hellenic	8,5	12,6	12,8	10,6	9,0	9,2	8,6	7,6	6,6
Unipetrol (CZK)	137,5	-37,0	20,4	10,9	8,3	9,8	5,8	4,4	3,8
SNP Petrom	0,3	10,6	9,2	7,8	6,7	5,6	4,6	3,9	3,5
ERG	9,2	-22,1	21,1	13,0	10,5	21,8	6,0	4,5	4,1
Neste	10,6	19,8	18,4	9,2	6,8	9,4	8,5	5,8	5,0
Motor Oil	9,4	9,5	7,7	6,5	6,1	7,4	6,2	5,4	5,3
INA	1802,0	33,0	13,0	9,4	7,7	9,5	6,3	5,2	4,4
Maksimum		33,0	21,1	13,0	10,5	21,8	8,6	7,6	6,6
Minimum		-37,0	7,4	6,1	5,4	4,7	3,8	3,2	3,0
Mediana		10,7	10,8	9,2	7,7	7,8	5,8	4,9	4,4
Lotos**	27,5	4,0	9,1	6,2	4,6	10,0	10,1	6,5	5,7
(premia / dyskonto)		-62,3%	-15,2%	-32,5%	-40,2%	28,6%	74,6%	33,8%	28,9%
Implikowana wycena									
Mediana		10,7	10,8	9,2	7,7	7,8	5,8	4,9	4,4
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję (PLN)		31,7							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2009

* Dług netto PKN skorygowany o wartość pakietu Polkomtela i zapasy obowiązkowe w kwocie 5,6 mld PLN (Lotos 2 mld PLN)

** Kalkulacja wskaźników dla Lotosu na bazie długu netto odpowiednio z lat 2009-12, wycena kalkulowana wg skorygowanego długu netto z 2009

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	12 798,1	13 125,1	16 294,7	14 320,5	17 438,7	23 976,6	26 083,8
<i>zmiana</i>	32,7%	2,6%	24,1%	-12,1%	21,8%	37,5%	8,8%
EBIT	798,3	713,7	-145,8	424,2	457,1	662,0	956,3
Rafineria	627,0	617,0	-298,0	466,0	294,2	531,5	790,7
<i>w tym LIFO</i>	-133,0	393,3	-612,1	490,6	116,5	-20,6	178,2
Upstream	201,0	134,0	188,0	-26,0	169,5	128,3	142,4
Detal	-37,0	-50,0	-14,0	16,0	17,0	19,3	25,6
Pozostałe	7,3	12,7	-21,8	-31,8	-23,6	-17,0	-2,5
EBIT LIFO	931,3	320,4	466,3	-66,4	340,6	682,6	778,1
EBIT	798,3	713,7	-145,8	424,2	457,1	662,0	956,3
<i>zmiana</i>	-22,8%	-10,6%	-120,4%	-390,9%	7,8%	44,8%	44,5%
<i>marża EBIT</i>	6,2%	5,4%	-0,9%	3,0%	2,6%	2,8%	3,7%
Wynik na działalności finansowej	91,7	268,6	-384,4	637,2	-3,5	19,2	-31,6
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	25,8	22,3	26,0	30,6	30,6	30,6	30,6
Zysk brutto	915,9	1 004,5	-504,2	1 092,0	484,2	711,7	955,2
Podatek dochodowy	181,2	190,3	-114,3	197,6	92,0	135,2	181,5
Udziałowcy mniejszościowi	54,7	37,0	64,0	11,0	0,7	0,5	0,5
Zysk netto	679,9	777,2	-453,9	883,3	391,6	576,0	773,2
<i>zmiana</i>	-22,7%	14,3%	-158,4%	-294,6%	-55,7%	47,1%	34,2%
<i>marża</i>	5,3%	5,9%	-2,8%	6,2%	2,2%	2,4%	3,0%
Amortyzacja	297,4	306,2	315,0	299,8	348,7	776,5	780,7
EBITDA	1 095,7	1 019,9	169,2	724,1	805,9	1 438,6	1 737,0
<i>zmiana</i>	-15,6%	-6,9%	-83,4%	328,0%	11,3%	78,5%	20,7%
<i>marża EBITDA</i>	8,6%	7,8%	1,0%	5,1%	4,6%	6,0%	6,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	113,7	113,7	113,7	129,9	129,9	129,9	129,9
EPS	6,0	6,8	-4,0	6,8	3,0	4,4	6,0
CEPS	8,6	9,5	-1,2	9,1	5,7	10,4	12,0
ROAE	14,1%	14,2%	-8,1%	14,6%	5,7%	7,8%	9,6%
ROAA	9,2%	8,9%	-4,1%	6,5%	2,5%	3,2%	3,8%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	7 763,5	9 720,4	12 202,0	15 034,7	16 839,2	19 653,8	21 268,0
Majątek trwały	3 781,8	4 508,1	7 093,8	9 895,0	10 833,1	12 274,4	12 723,6
Rzeczowe aktywa trwałe	3 484,9	4 253,0	6 733,3	9 472,1	10 358,1	11 774,2	12 198,8
Wartości niematerialne i prawne	55,9	65,0	55,9	90,7	142,8	168,0	192,5
Wartość firmy	67,1	58,2	45,6	54,9	54,9	54,9	54,9
Inwestycje długoterminowe	111,9	73,5	104,9	178,9	178,9	178,9	178,9
Pozostałe aktywa trwałe	62,2	58,4	154,1	98,5	98,5	98,5	98,5
Majątek obrotowy	3 981,7	5 212,3	5 108,2	5 139,7	6 006,1	7 379,4	8 544,4
Zapasy	1 707,4	2 589,3	2 447,2	3 024,1	3 448,8	3 895,8	4 762,2
Należności krótkoterminowe	1 276,5	1 542,5	1 564,9	1 666,7	2 029,6	2 790,5	3 035,8
Pozostałe aktywa obrotowe	225,4	155,5	383,3	86,6	86,6	86,6	86,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	772,4	925,0	712,8	362,2	441,1	606,5	659,8
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	7 763,5	9 720,4	12 202,0	15 034,7	16 839,2	19 653,8	21 268,0
Kapitał własny	5 095,5	5 816,2	5 404,1	6 676,6	7 068,2	7 644,2	8 417,4
Kapitał akcyjny	113,7	113,7	113,7	129,9	129,9	129,9	129,9
Pozostałe kapitały własne	4 981,8	5 702,5	5 290,4	6 546,7	6 938,3	7 514,3	8 287,5
Kapitały mniejszości	306,4	334,7	395,9	36,8	37,5	38,0	38,5
Zobowiązania długoterminowe	719,6	1 215,6	3 700,5	5 496,4	6 362,0	7 551,3	8 037,7
Pożyczki i kredyty	330,7	842,9	3 412,2	4 930,4	5 796,0	6 985,3	7 471,7
Pozostałe	388,9	372,7	288,3	566,0	566,0	566,0	566,0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 642,0	2 353,8	2 701,4	2 824,9	3 371,5	4 420,3	4 774,4
Pożyczki i kredyty	173,5	517,2	507,4	766,6	901,2	1 086,2	1 161,8
Zobowiązania handlowe	1 385,1	1 757,5	1 894,5	1 892,2	2 304,3	3 168,2	3 446,6
Pozostałe	83,4	79,2	299,6	155,6	155,6	155,6	155,6
Dług	504,2	1 360,1	3 919,6	5 697,0	6 697,2	8 071,5	8 633,5
Dług netto	-268,2	435,1	3 206,8	5 334,8	6 256,1	7 465,0	7 973,7
(Dług netto / Kapitał własny)	-5,3%	7,5%	59,3%	79,9%	88,5%	97,7%	94,7%
(Dług netto / EBITDA)	-0,2	0,4	19,0	7,4	7,8	5,2	4,6
BVPS	44,8	51,2	47,5	51,4	54,4	58,9	64,8

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	654,4	157,8	311,7	698,9	368,9	989,8	752,8
Zysk netto	679,9	777,2	-453,9	883,3	391,6	576,0	773,2
Amortyzacja	297,4	306,2	315,0	299,8	348,7	776,5	780,7
Kapitał obrotowy	-288,5	-882,9	197,4	-57,3	-375,6	-344,1	-833,3
Pozostałe	-34,3	-42,7	253,1	-427,0	4,1	-18,7	32,2
Przepływy inwestycyjne	-721,5	-816,4	-2 417,1	-3 350,6	-1 214,6	-1 975,3	-945,6
CAPEX	-688,6	-1 050,3	-2 478,5	-3 343,4	-1 286,7	-2 217,9	-1 229,9
Inwestycje kapitałowe	-48,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	15,4	233,8	61,4	-7,2	72,1	242,6	284,3
Przepływy finansowe	-78,2	513,1	1 963,1	2 163,1	924,7	1 150,8	246,1
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-50,5	556,6	2 266,3	2 068,1	1 000,2	1 374,3	562,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-40,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-27,7	-34,1	-303,2	95,0	-75,6	-223,5	-315,9
Zmiana stanu środków pieniężnych	-143,6	-147,1	-138,8	-486,8	78,9	165,4	53,3
Środki pieniężne na koniec okresu	772,4	925,0	712,8	362,2	441,1	606,5	659,8
DPS (PLN)	0,00	0,36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-111,0	-1 103,6	-1 997,6	-2 874,2	-948,4	-1 258,6	-507,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	5,4%	8,0%	15,2%	23,3%	7,4%	9,3%	4,7%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	4,6	4,0	-6,9	4,0	9,1	6,2	4,6
P/CE	3,2	2,9	-22,5	3,0	4,8	2,6	2,3
P/BV	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
P/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0
FCF/EV	-3,5%	-28,3%	-29,7%	-32,1%	-9,6%	-11,4%	-4,4%
EV/EBITDA	2,9	3,8	39,8	12,4	12,2	7,7	6,7
EV/EBIT	4,0	5,5	-46,2	21,1	21,6	16,7	12,1
EV/S	0,2	0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	0,4
DYield	0,0%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	27,51						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	113,7	113,7	113,7	129,9	129,9	129,9	129,9
MC (mln PLN)	3127,9	3127,9	3127,9	3572,8	3572,8	3572,8	3572,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	306,4	334,7	395,9	36,8	37,5	38,0	38,5
EV (mln PLN)	3 166,1	3 897,7	6 730,6	8 944,5	9 866,4	11 075,8	11 585,1



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Lotos

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2009-09-04	2009-09-22	2009-11-04	2009-11-06	2009-12-01
kurs z dnia rekomendacji	24,18	24,05	26,70	27,92	31,94
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	36680,84	37391,24	38863,29	39581,49