

30 czerwca 2006

Aktualizacja raportu

**Rafineryjny**

Polska

Cena bieżąca	46,50 PLN
Cena docelowa	47,10 PLN
Kapitalizacja	5,3 mld PLN
Free float	2,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	12,7 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Nafta Polska	51,9%
Skrab Państwa	6,9%

Pozostali 41,2%

Strategia dotycząca sektora

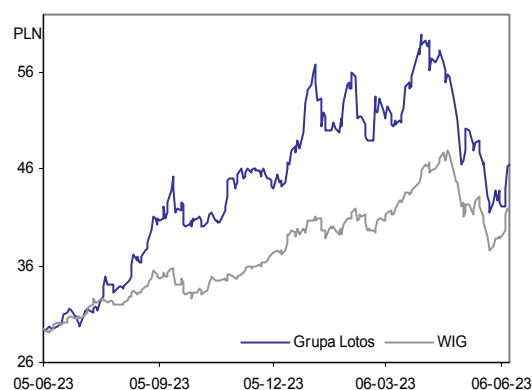
Rekomendacja: Cały sektor doświadcza pogorszenia się wyników finansowych w związku ze słabszymi warunkami zewnętrznymi. Jedynie spółki wydobywające ropę korzystają ze wzrostu cen surowca. Spodziewamy się poprawy wyników w kolejnych kwartałach w związku ze wzrostem marż rafineryjnych i petrochemicznych, jednak dynamika z roku 2005 nie będzie utrzymana.

Profil spółki

Grupa Lotos jest drugą co do wielkości grupą rafineryjną w Polsce o mocach przerobowych 6 mln ton rocznie, korzystnie położoną nad morzem. Spółka posiada także drugą co do wielkości sieć stacji paliw w Polsce (ponad 400 stacji) oraz większościowy pakiet akcji Petrobalitcu, który zajmuje się wydobyciem ropy z szelfu Morza Bałtyckiego.

Ważne daty

11.08 - publikacja raportu za IIQ
28.09 - publikacja raportu za 1 pół. 2006

Kurs akcji Grupy Lotos na tle WIG**Michał Mierzwa**

(48 22) 697 47 41

michal.mierzwa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Lotos

LTOS.WA; LTS.PW

Trzymaj

(Podniesiona)

Plany ambitne, ale...

Zdecydowaliśmy się na podniesienie ceny docelowej dla Grupy Lotos z 43,1 PLN do 47,1 PLN i podwyższenie rekomendacji z Redukuj do Trzymaj. Pozytywnie oceniamy ogólne założenia i cele nowej strategii, jednak dostrzegamy bardzo duże ryzyko związane przede wszystkim z tym, że jej efekty nastąpią dopiero za 5-7 lat. Grupa Lotos jest notowana z dyskontem do sektora, co wydaje nam się uzasadnione jeśli weźmiemy pod uwagę większe ryzyko. Niekorzystnie wypada wycena metodą DCF, przy założeniu dość konserwatywnych założeń, odzwierciedlając ryzyko związane z niepewnością co do możliwości osiągnięcia wszystkich celów strategicznych.

Nowa strategia

Grupa Lotos zaprezentowała nową strategię na lata 2006-2012, która stawia przed spółką bardzo ambitne cele: wzrost wydobycia ropy do 1 mln ton rocznie, wzrost przerobu ropy do 10,5 mln ton rocznie i zwiększenie liczby stacji do 500. Łączne nakłady inwestycyjne mają wynieść 7,6 mln PLN. Naszym zdaniem nowe cele są bardzo interesujące i świadczą o tym, że spółka nie ma zamiaru tylko bronić swojej pozycji przed zaostrzającą się konkurencją. Jednakże podstawowy problem polega na tym, że osiągnięcie tych celów nastąpi dopiero za 7 lat, w związku z tym istnieje duże ryzyko związane ze zmianami w otoczeniu rynkowym, zarówno w zakresie cen ropy i produktów rafineryjnych, jak i ewentualnych fuzji i przejęć, co może mieć znaczący wpływ na realizację strategii. Poza tym mamy wątpliwości co do możliwości zrealizowania niektórych założeń, np. zwiększenia wydobycia czterokrotnie, kosztem jedynie 0,5 mld PLN.

Konkurencja w Polsce wzrośnie

Oczekujemy wzrostu konkurencji w Polsce. Przy czym obecna pozycja Grupy Lotos jest naszym zdaniem mniej korzystna ze względu na fakt, iż będzie ona gotowa do ekspansji dopiero za 3 lata (zakończenie PKRT), a w pełni za 7 lat (wzrost mocy produkcyjnych). PKN Orlen już dysponuje mocami, strukturą logistyczną, a po przejęciu Mazeikiu Nafta w 2007 także możliwością ekspansji do Polski północnej, dlatego z pewnością wykorzysta przewagę czasową do zbudowania silnej pozycji, którą spółce trudno będzie w przyszłości zaatakować.

Zarząd do wymiany

Rada nadzorcza ogłosi konkurs na stanowisko prezesa i członków zarządu. Spodziewamy się, że nowy zarząd będzie wybrany we IX-X. Prezes Olechnowicz na pewno ma duże szanse ze względu na doświadczenie, obawiamy się jednak, że może zabraknąć mu poparcia politycznego.

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Przychody	7 450	9 646	12 053	12 320	11 732
EBITDA	805	1 334	1 011	1 025	1 068
marża EBITDA	10,8%	13,8%	8,4%	8,3%	9,1%
EBIT	612	1 070	727	725	743
Zysk netto	543	915	520	509	514
DPS	0,1	0,1	0,0	0,5	0,4
P/E	6,7	5,8	10,2	10,4	10,3
P/CE	5,0	4,5	6,6	6,5	6,3
P/BV	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,7	3,6	5,4	5,9	6,0
DYield	0,2%	0,3%	0,0%	1,0%	1,0%

wynik za 2005 zawiera 266,6 mln PLN jednorazowego odpisu wartości firmy z konsolidacji

Ambitna strategia

Nie tylko defensywa

Grupa Lotos opublikowała nową strategię na lata 2006-2012, która naszym zdaniem stanowi odpowiedź na zmiany, jakie zaszły w sektorze w regionie w ostatnim czasie, zwłaszcza na akwizycje dokonane przez PKN Orlen w Czechach i na Litwie, a także na plany rozwoju sieci detalicznej przez PKN Orlen (wprowadzenie ekonomicznej marki Blińska).

Podstawowe cele strategii, które mają być osiągnięte do 2012 roku to:

- wzrost wydobycia ropy naftowej z 260 tysięcy do 1 mln ton,
- zwiększenie mocy przerobowych rafinerii w Gdańsku z 6 mln do 10,5 mln ton,
- zwiększenie sieci dystrybucji z 400 do 500 stacji,
- osiągnięcie przychodów na poziomie 20 mld PLN, marży EBITDA 13,5% i ROCE 15,6%.
- łączne nakłady inwestycyjne wyniosą 7,6 mld PLN.

W porównaniu do poprzednich planów spółki, obecna strategia nie tylko zakłada obronę swojej pozycji lecz zawiera również elementy ekspansji i rozwoju, co naszym zdaniem jest pozytywne, gdyż daje nadzieję na wzrost wartości spółki.

Dotychczas kluczowym programem inwestycyjnym był Program Kompleksowego Rozwoju Technicznego (PKRT), który zakładał budowę instalacji umożliwiających zwiększenie produkcji średnich destylatów, jednakże przy jednoczesnym zachowaniu mocy przerobowych. W nowej strategii Grupa Lotos zakłada zwiększenie przerobu o 4,5 mln ton. Oczywiście pojawia się pytanie, jak spółka zamierza te moce wykorzystać. W strategii nie ma żadnych planów ekspansji w segmencie petrochemicznym, tak więc całość nowych mocy wykorzystana będzie na wzrost produkcji paliw i produktów rafineryjnych (oleje smarowe, parafiny, asfalty). Kluczową kwestią jest jak szybko Grupa Lotos jest w stanie dojść do pełnego wykorzystania mocy. Zakładając średni roczny wzrost konsumpcji paliw w Polsce w najbliższych latach na poziomie 2-3% (przy jednoczesnej zmianie struktury konsumpcji, spadku popytu na benzyny i wzroście popytu na olej napędowy), a także ekspansywną politykę konkurentów (głównie PKN Orlen), jedyną realną szansą jest naszym zdaniem wzrost eksportu.

Drugą istotną nowością jest plan znaczącego zwiększenia wydobycia ropy przez Petrobaltic. W dotychczasowym programie inwestycyjnym nakłady skierowane były na nieznaczny wzrost produkcji (do 280-290 tys. ton) i utrzymanie go w dłuższym terminie. Zwiększenie produkcji do 1 mln ton zwiększyłoby wskaźnik integracji (nawet przy wzroście mocy przerobowych rafinerii) do 10%, co jest bardzo pozytywne. Tutaj także pojawia się jednak pytanie, w jaki sposób Grupa Lotos planuje zrealizować swój cel, zwłaszcza, że nakłady inwestycyjne na segment wydobywczy nie rosną znacząco w porównaniu do poprzednich planów. Nabycie nowych zasobów ropy za około 500 mln PLN wydaje się mało realne, tak więc raczej to Petrobaltic będzie zwiększał wydobycie z obecnie posiadanych rezerw.

Rozwój sieci detalicznej jest istotny z dwóch powodów, po pierwsze jeśli spółka zamierza zwiększyć przerób ropy i uzyskać paliw, musi zapewnić sobie dostęp do rynków zbytu. Sprzedaż przez własną sieć nie tylko zwiększa marżę przez integrację pionową, ale także daje większą pewność wykorzystania mocy produkcyjnych. Po drugie, spodziewamy się wzrostu konkurencji w Polsce, własna sieć i większy udział sprzedaży przez własną sieć redukuje ryzyko związane z możliwością utraty klientów hurtowych.

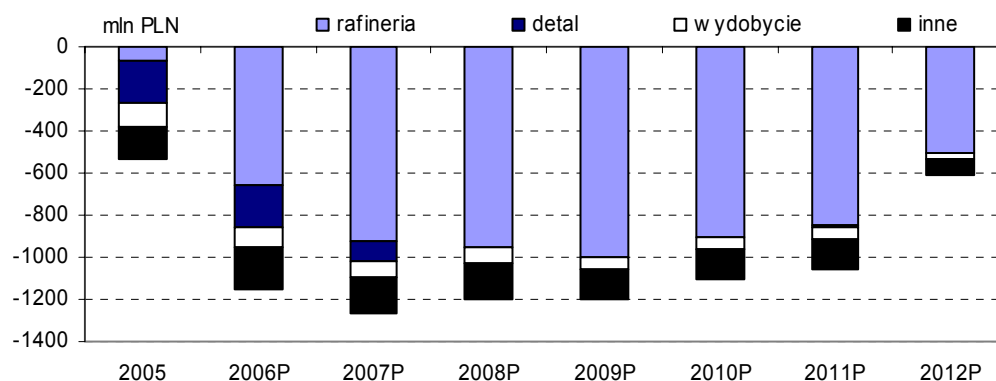
Cele finansowe zaprezentowane przez Grupę Lotos uzależnione są nie tylko od parametrów operacyjnych, ale także cen rynkowych ropy i produktów, dlatego są one trudne do zweryfikowania. Sądzymy, że szybkie osiągnięcie sprzedaży na poziomie 20 mld PLN będzie trudne (przy założeniu poziomu ceny ropy 55 USD/bbl), aczkolwiek rentowność EBITDA na poziomie 13-14% jest naszym zdaniem realna.

Jeszcze ambitniejszy program inwestycyjny

W porównaniu do poprzednich planów inwestycyjnych spółka dołożyła dodatkowe 2,8 mld PLN nakładów, które poniesione zostaną w latach 2020-2012 i które doprowadzą do osiągnięcia przedstawionych powyżej celów.

Cieszy nas, że Grupa Lotos nie ogranicza się jedynie do wykonania niezbędnych inwestycji, nie skupia się wyłącznie na obronie swojej pozycji, ale także próbuje zwiększać swój potencjał, co pozwala oczekiwać rozwoju i wzrostu wartości spółki. Jednakże odpo-

Wydatki inwestycyjne Grupy Lotos



Źródło: Grupa Lotos, DI BRE Banku SA

wiedzieć na pytanie, czy wartość wzrośnie i o ile będzie można dopiero za kilka lat, kiedy będzie widać stopień realizacji inwestycji, a przede wszystkim kiedy będzie można bardziej dokładnie oszacować parametry operacyjne i finansowe. Na dzień dzisiejszy istnieje duże ryzyko związane z przewidywaniem poziomu sprzedaży, jak i prognozowaniem cen ropy i produktów.

Kwestią kluczową jest także finansowanie inwestycji. Szacujemy, że roczne wydatki wyniosą około 1,2 mld PLN do roku 2009, później zmniejszą się do 1 mld PLN. Jednocześnie szacujemy przepływy operacyjne w tych latach na około 1 mld PLN rocznie. Głównym źródłem finansowania będą kredyty bankowe, co doprowadzi do zmiany struktury bilansu i pogorszenia się wskaźnika dług / kapitał własny, jednak pozostanie on na bezpiecznym poziomie i nie przekroczy 1,0. Bardziej niepokojący jest wzrost relacji długu netto do EBITDA, który w 2011 roku osiągnie poziom 1,6, jednak w przypadku pogorszenia się zewnętrznych warunków, a co za tym idzie spadku zysku operacyjnego, Grupie Lotos może być trudno w krótkim terminie doprowadzić do zredukowania tego wskaźnika do bezpiecznego poziomu. Dodatkowo wzrosną koszty finansowe ponoszone przez spółkę, obniżając wynik netto. Konsekwencją wysokiego zapotrzebowania na kapitał (pamiętać należy także o wzroście zapotrzebowania na kapitał obrotowy w związku ze wzrostem produkcji) jest bardzo ostrożna polityka dywidendowa. Spółka planuje wypłacać jedynie do 10% zysku netto do roku 2010 i do 30% po roku 2010.

Konkurencja wzrośnie szybciej niż moce produkcyjne

Samo zwiększenie mocy produkcyjnych jest dość proste, wystarczy zbudować odpowiednie instalacje. Kluczową kwestią jest późniejsze wykorzystanie tych aktywów i uplasowanie produktów na rynku. Jak wspomnieliśmy, szacujemy wzrost rynku paliw na średnio 2-3% rocznie w najbliższych latach. Nieco szybciej rosnać będzie rynek diesla (3-5%), wolniej benzyn (0-1%). W przypadku pozostałych produktów rafineryjnych zakładamy średnio około 5% wzrost rocznie, głównie za sprawą rosnącej konsumpcji asfaltów i parafin.

Grupa Lotos planuje jednak znacznie większy wzrost mocy wytwórczych niż tempo wzrostu polskiego rynku, najpierw zwiększy się o 20-40% zdolność produkcji średnich destylatów kosztem frakcji ciężkich. W następnym etapie zwiększone zostaną całkowite moce, co przy założeniu utrzymania struktury uzysków, spowoduje wzrost możliwości produkcyjnych o około 60%.

Powstaje pytanie w jaki sposób wykorzystać te moce? Część wzrostu sprzedaży na pewno uzyskana zostanie dzięki rozbudowie własnej sieci detalicznej. Obecnie Grupa Lotos posiada 406 stacji, planuje zwiększyć tą liczbę do 500. Jednakże szanse na szybki i znaczący wzrost sprzedaży hurtowej bez szkody dla marż uważamy za znacznie mniej realne, zwłaszcza jeśli wziąć pod uwagę lokalizację rafinerii i to, że transport na dalsze odległości jest mało opłacalny. Od początku 2007 roku, dzięki akwizycji Mazeikiu Nafta, lepszy dostęp do Polski północnej będzie miał PKN Orlen, który już dziś dysponuje lepszą infrastrukturą logistyczną w Polsce (rurociągi produktowe, magazyny paliw). Sądymy, że rozbudowanie mocy przez Grupę Lotos dopiero w 2012 roku znacząco ogranicza szanse na efektywne ich wykorzystanie. Wydaje nam się, że nawet utrzymanie sprzedaży będzie musiało być okupione rezygnacją z części rentowności, w przypadku dążenia do dynamicznego wypchnięcia konkurentów z rynku marże spadną znacznie bardziej.

Dlatego jedynym rozwiązaniem, które może być brane pod uwagę jest eksport. Tutaj jednak kwestią kluczową będzie, na które rynki Grupa Lotos jest w stanie wejść i osiągnąć

na nich zadowolający wolumen sprzedaży przy jednocześnie akceptowalnej rentowności. Szansą jest na pewno fakt, że dla Europy oczekiwany jest wzrost popytu na olej napędowy, przy jednoczesnym wysokim stopniu wykorzystania mocy produkcyjnych i braku nowych inwestycji. Może więc okazać się, że oddanie do użytku nowych mocy w roku 2012 trafi w dość dobry moment i spółka będzie w stanie skorzystać z rosnącej konsumpcji.

Wydobycie kluczowe dla wzrostu wartości

Chęć zwiększenia wydobycia ropy oceniamy bardzo pozytywnie, a szacowany wskaźnik integracji na poziomie 10% byłby satysfakcjonujący (węgierski MOL posiada ten wskaźnik na poziomie 14%). Jednakże spółka nie przedstawiła zbyt wielu szczegółów, w jaki sposób Petrobalitc planuje osiągnąć czterokrotnie wyższą produkcję. Zwłaszcza, że wielkość inwestycji w tym segmencie w nowej strategii nie jest znacząco większa od planowanych poprzednio (500 mln PLN w porównaniu z 450 mln PLN), przy czym poprzednio nie planowano tak znaczącego wzrostu wolumenu.

PKN Orlen szacuje swoje inwestycje w upstream na poziomie blisko 10 mld PLN do 2015 roku w celu uzyskania produkcji na poziomie około 4 mln ton rocznie. Tak więc założenia Grupy Lotos, nawet jeśli weźmiemy pod uwagę to, że w grę wchodzi zwiększenie wydobycia przez już istniejącą spółkę z już posiadanych rezerw, wydają nam się dość optymistyczne.

Grupa Lotos ma w planach także ewentualne wspólne inwestycje z partnerami zewnętrznymi, najprawdopodobniej PKN Orlen i PGNiG, jednakże nie sądzimy by doszło do takiej współpracy na większą skalę. Każda z tych firm kieruje się własnym interesem i trudno jest nam sobie wyobrazić tego typu konsorcjum. Poza tym nawet uczestnicząc w tego typu przedsięwzięciu udział Grupy Lotos w korzyściach byłby proporcjonalny do nakładów, a więc możliwości sfinansowania inwestycji nadal stanowiłyby barierę rozwoju.

Właśnie możliwości finansowania są najistotniejszym problemem. 7,6 mld PLN wydatków w okresie nadchodzących 7 lat znacząco naszym zdaniem ogranicza zdolność spółki do dokonania jakichś dodatkowych inwestycji, w tym także rozbudowy segmentu wydobywczego.

Zarząd do wymiany

Skarb Państwa zdecydował się na wymianę zarządu w Grupie Lotos. Według zapowiedzi ministerstwa skarbu ogłoszony zostanie konkurs na stanowisko prezesa i pozostałych członków zarządu, który ma być zwiększony z trzech do pięciu osób. Do momentu rozstrzygnięcia konkursu na czele spółki nadal będzie stał obecny zarząd.

Naszym zdaniem nie przedłużenie kadencji obecnym władzom wskazuje na to, że szanse prezesa Olechnowicza w konkursie są raczej niewielkie. Mimo dużego doświadczenia i przygotowania merytorycznego, sądzimy, że jego kandydatura odpadnie ze względów politycznych. Powstaje więc pytanie: jak nie on, to kto? Doświadczenia z dotychczasowych wymian prezesów w spółkach, których właścicielem jest Skarb Państwa nie są zbyt optymistyczne, rzadko są to ludzie z branży, z dużym doświadczeniem biznesowym. Jeśli tego typu przypadkowy kandydat zostanie wybrany na prezesa nie będzie to naszym zdaniem optymistyczna informacja dla akcjonariuszy.

Nie spodziewaliśmy się, że obecny zarząd, mimo świadomości, że może zostać wkrótce wymieniony ogłosi nową strategię i długoterminowe plany rozwoju. W pewnym sensie jest to dość niewygodna sytuacja, głównie w związku z tym, że realizować ambitne cele będą prawdopodobnie zupełnie nowe osoby. Nie należy także wykluczyć, że nowy zarząd dokona korekty strategii.

Perspektywy na rok 2006

Słaby segment rafinerijny

Po bardzo dobrym 2005 roku, gdy warunki zewnętrzne, jak i zmiany w spółce korzystnie wpłynęły na wyniki finansowe, rok bieżący jest znacznie słabszy pod względem rentowności.

W minionym roku rozwój Grupy Lotos stymulowany był wysokimi marżami rafinerijnymi oraz dyferencjałem Ural / Brent, a także ekspansywną polityką spółki jeśli chodzi o sprzedaż. Zwiększenie mocy produkcyjnych w połowie roku umożliwiło zwiększenie wolumenów sprzedaży paliw, co wpłynęło na wzrost przychodów i dało dodatkowy impuls do poprawy zysków.

Pierwszy kwartał bieżącego roku był już jednak zdecydowanie słabszy dla segmentu rafinerijnego, na co wpływ miały gorsze marże rafinerijne (spadek o 30,5% k/k) i niższy dyferencjał Ural / Brent wynikający ze zmniejszonej podaży surowca. Ostra zima spowodowała także spadek popytu na paliwa. Spodziewamy się poprawy w kolejnych kwartałach. Już obecnie (koniec drugiego kwartału) poziom referencyjnej marży rafinerijnej osiąga jest wysoki (około 9 USD/bbl). Dyferencjał Ural / Brent, mimo okresowych wahań znajduje się na stosunkowo korzystnym poziomie około 3,5 USD/bbl.

Jednakże poprawa warunków zewnętrznych nie będzie naszym zdaniem na tyle silna by wyniki spółki wzrosły tak samo dynamicznie jak w poprzednim roku. Zwłaszcza, że w 2005 roku dynamika wynikała w dużej mierze z niskiej bazy porównawczej roku 2004 (brak rafinerii południowych, brak Petrobaltic, niższe moce przerobowe). Jedynie w drugim kwartale spodziewamy się, że porównanie rok do roku przyniesie duże zmiany, gdyż przed rokiem w tym okresie Grupa Lotos miała przestój remontowy, za to od trzeciego kwartału oczekujemy pogorszenia się wyników w odniesieniu do poprzedniego roku.

Niekorzystnie na Grupę Lotos wpływa silne uzależnienie od sytuacji na rynku produktów rafinerijnych, w przeciwieństwie do PKN Orlen spółka nie posiada części petrochemicznej. Dodatkowo nadal poziom uzysku produktów białych jest znacznie niższy niż w PKN Orlen, co stanowi ograniczenie dla marż.

Wyniki kwartalne i roczne

mIn PLN	IQ2005*)	IQ2006	Zmiana %	2005*)	2006P	Zmiana %
Sprzedaż	1 486	2 690	81%	9 646	12 053	25%
EBITDA	147	203	38%	1 067	1 011	-5%
<i>marża EBITDA</i>	10%	8%		11%	8%	
EBIT	85	131	54%	803	723	-10%
<i>marża EBIT</i>	6%	5%		8%	6%	
Wynik netto	54	103	91%	648	514	-21%
<i>marża netto</i>	4%	4%		7%	4%	
Przerób ropy (tys. t)	1 076	1 400	30%	4 837	5 477	13%
Wydobycie ropy (tys. t)	39	65	67%	213	250	17%

Źródło: Grupa Lotos, DI BRE Banku SA

*) korekta o jednorazowy odpis wartości firmy w wysokości 266,6 mln PLN

w lutym 2005 roku Grupa Lotos rozpoczęła konsolidację rafinerii południowych i Petrobalticu

Petrobaltic korzysta z wysokiej ceny ropy

O ile segment rafinerijny zawiódł, tak działalność wydobywczą przynosi spółce duże korzyści i stanowi element dywersyfikacji sprzedaży. Mimo, że produkcja w IQ 2006 wyniosła jedynie 65,2 tysiąca ton, Petrobaltic osiągnął sprzedaż na poziomie 82 mln PLN i rentowność EBITDA 75% (zysk operacyjny 50,7 mln PLN). Wpływ na to oczywiście mają wysokie ceny ropy naftowej na rynkach światowych, przy relatywnie niskim koszcie wydobycia (ok. 19,5 USD/bbl).

W kolejnych kwartałach wyniki Petrobaltic powinny być równie dobre, ceny ropy pozostają na wysokim poziomie, ponadto złotówka osłabiła się względem dolara. Jednakże dalszy wzrost przychodów i zysków jest naszym zdaniem ograniczony głównie za sprawą braku możliwości zwiększenia wydobycia. W konsekwencji spodziewamy się utrzymania wskaźnika integracji na niskim poziomie około 4,5%.

Takie kształtowanie się wyników spółki, gdy część wydobywczą odpowiada za niecałe 3% przychodów i blisko 40% zysku operacyjnego powoduje, że w praktyce kupowanie akcji Grupy Lotos staje się inwestycją w Petrobaltic, a nie w rafinerię, przy jednoczesnym braniu na siebie ryzyka związanego z działalnością pozawydobywczą.

Detal nadal w fazie rozwoju

Kontrybucja detalu do wyników finansowych jest negatywna, segment ten nadal znajduje się w fazie rozwoju. Spółka ponosi koszty modernizacji i rozwoju sieci detalicznej, w tym przejętych w 2005 roku stacji Esso i Slovnaft. Nie spodziewamy się by w najbliższym czasie nastąpiły znaczące zmiany.

Biorąc pod uwagę ambitne plany Grupy Lotos jeśli chodzi o zwiększanie wolumenu sprzedaży paliw motorowych (wzrost mocy przerobowych w zeszłym roku, planowany wzrost uzysku produktów białych), posiadanie własnej sieci dystrybucji jest koniecznością. Jednakże naszym zdaniem na niekorzyść spółki działa przede wszystkim lokalizacja rafinerii. O ile zaopatrywanie stacji w okolicach Gdańska jest opłacalne, to wożenie paliw na dalsze odległości przy braku własnej infrastruktury logistycznej redukuje rentowność. Dodatkowo obawiamy się, że rosnąca konkurencja także będzie miała negatywny wpływ na przyszłą efektywność sieci dystrybucji.

Doświadczenie wszystkich firm rafineryjnych w regionie jest takie, że segment detaliczny generuje niewielkie zyski, głównie dzięki sprzedaży pozapaliwowej, natomiast kluczem do sukcesu jest efektywne wykorzystanie własnej dystrybucji do stymulowania wzrostu sprzedaży na poziomie hurtowym.

Prognozy i wycena

Podstawowe założenia do prognoz

	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P
ropa Brent (USD/bbl)	28,9	38,3	54,6	69,4	70,0	65,0	55,0
dyferencjał Ural / Brent (USD/bbl)	-1,8	-4,1	-4,2	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
dyskonto wynikające z wolumenu	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
cena benzyny (USD/t)	299	398	532	660	638	601	517
cena oleju napędowego (USD/t)	277	388	544	577	593	556	497
cena oleju opałowego (USD/t)	260	357	513	528	558	531	457
PLN/EUR	4,4	4,5	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8
PLN/USD	3,9	3,7	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1

Źródło: Grupa Lotos, EIA, DI BRE Banku

W naszych prognozach zakładamy utrzymanie się cen ropy naftowej na wysokim poziomie w okresie najbliższych dwóch, trzech lat. Spadek nastąpi w latach następnych, jednakże nie będzie on na tyle głęboki, by ceny ropy spadły poniżej średniego poziomu z okresu ostatniej hossy surowcowej. Głównym czynnikiem stymulującym ceny ropy jest szybko rosnący popyt, szczególnie w Azji, gdzie dynamicznie rozwijające się gospodarki, zwłaszcza Chin, zgłaszają coraz większe zapotrzebowanie na surowce, w tym także ropę naftową. W Europie i USA, mimo niższego tempa wzrostu konsumpcji popyt także rośnie, przyczyniając się dodatkowo do pogarszania bilansu między popytem a podażą. Szacujemy, że podaż ropy naftowej jest w stanie zaspokoić rosnące zapotrzebowanie, jednakże kluczowym problemem pozostają moce przerobowe, które nie rosną. Wykorzystanie mocy przerobowych w rafineriach rośnie, szacuje się, że do 2010 roku zwiększy się z około 80% dla rafinerii w Europie Środkowo Wschodniej w roku ubiegłym do 90%. Podobnie kształtowało się będzie wykorzystanie mocy w rafineriach NWE i śródziemnomorskich. Większość producentów obawia się rozbudowywania mocy, gdyż procesy inwestycyjne trwają wiele lat, a jednocześnie nie ma gwarancji, czy dobra koniunktura utrzyma się. Ponadto najsilniejszy wzrost popytu dotyczy rynku azjatyckiego, więc jeśli spodziewać się wzrostu mocy, to najprawdopodobniej w tamtym regionie. Zakładamy, że czynniki polityczne (konflikt z Iranem, niestabilna sytuacja w Iraku i Nigerii, jak i polityka Wenezueli) oraz fundamentalne doprowadzą do utrzymania się cen ropy na wysokim poziomie: 70 USD/bbl w 2006 i 2007 roku, 65 USD/bbl w 2008, nieznaczny spadek zakładamy na rok 2009. Przyjęliśmy w naszych prognozach stabilizację dyferencjału Ural / Brent na poziomie 3,5 USD/bbl.

Podsumowanie wyceny

	wycena spółki	wycena na akcję
wycena metodą DCF	4 453	39,2
wycena metodą wskaźników rynkowych	5 478	48,2
koszt kapitału własnego w okresie 9 miesięcy	8%	8%
cena docelowa	5 361	47,1

Źródło: DI BRE Banku

Wyceniliśmy Grupę Lotos dwoma metodami. Po pierwsze stworzyliśmy model oparty na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (DCF) na bazie naszych prognoz dla spółki na lata 2006 -2015. Przepływy pieniężne zdyskontowaliśmy używając ważonego kosztu kapitału (WACC). Wartości po okresie prognozy określiliśmy obliczając wartości rezydualną dla przepływów w ostatnim roku prognozy, przy wykorzystaniu kosztu kapitału i stałej stopy wzrostu przepływów pieniężnych. Zdyskontowaną wartość przedsiębiorstwa skorygowaliśmy odejmując dług netto na koniec 2005 roku. Udziały mniejszościowe w Petrobaltic uwzględniliśmy korygując FCF o część przysługującą akcjonariuszom mniejszościowym tej spółki zależnej. Wyznaczona w ten sposób fair value stanowi podstawę do wyznaczenia 9-cio miesięcznej ceny docelowej przy pomocy kosztu kapitału własnego. Model DCF doprowadził nas do wyceny spółki na poziomie 39,2 zł na akcję i ceny docelowej 42,3 zł.

Drugą metodą wyceny zastosowaną przez nas jest metoda mnożników rynkowych. Porównaliśmy Lotos do wybranych spółek z sektora. Przy wyborze zastosowaliśmy kryterium geograficzne (działalność w Europie Centralnej i Wschodniej) oraz uwzględniliśmy profil działalności. Ten model wyceny wskazuje na to, że spółka notowana jest z dyskontem do mediany dla grupy porównawczej. Jednakże naszym zdaniem takie dyskonto znajduje uzasadnienie w tym, iż Lotos jest spółką mniejszą i o najniższym profilu działalności, a dodatkowo ze względu na dużą zależność przyszłej wartości od realizacji programu inwestycyjnego akcje Grupy Lotos obciążone są wyższym ryzykiem. Wydaje nam się, że jakkolwiek premia w wycenie związa-

na z możliwością przejęcia Grupy Lotos jest na chwilę obecną nieuzasadniona. Skarb Państwa nie zdecydował się na sprzedaż pakietu kontrolnego.

Model DCF dla Grupy Lotos

(mln PLN)	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2015+
Przychody ze sprzedaży	12 053	12 320	11 732	10 413	10 485	10 573	11 234	13 419	16 041	17 614	17 614
zmiana	25,0%	2,2%	-4,8%	-11,2%	0,7%	0,8%	6,3%	19,4%	19,5%	9,8%	
EBITDA	1 011	1 025	1 068	1 265	1 329	1 348	1 532	1 783	2 085	2 267	2 267
marża EBITDA	8,4%	8,3%	9,1%	12,1%	12,7%	12,8%	13,6%	13,3%	13,0%	12,9%	12,9%
Amortyzacja	284	300	325	457	604	672	723	743	748	752	752
EBIT	727	725	743	808	724	676	809	1 040	1 337	1 516	1 516
marża EBIT	6,0%	5,9%	6,3%	7,8%	6,9%	6,4%	7,2%	7,7%	8,3%	8,6%	8,6%
Opodatkowanie EBIT	-138	-138	-141	-153	-138	-129	-154	-198	-254	-288	-288
NOPLAT	589	588	602	654	587	548	655	842	1 083	1 228	1 228
CAPEX	-1 155	-1 270	-1 200	-1 200	-1 447	-1 508	-1 109	-619	-637	-641	-752
Kapitał obrotowy	-452	-51	116	260	-23	-22	-105	-366	-436	-262	0,0
Pozostałe	-99	-101	-90	-77	-77	-77	-77	-77	-77	-77	-77
FCF	-834	-534	-247	94	-356	-387	88	524	681	1 000	1 228
WACC	10,6%	10,5%	10,4%	10,4%	10,3%	10,2%	10,2%	10,3%	10,5%	10,6%	10,5%
współczynnik dyskonta	0,9501	0,8599	0,7789	0,7054	0,6393	0,5800	0,5261	0,4768	0,4316	0,3902	0,3902
PV FCF	-792	-459	-192	67	-228	-224	46	250	294	390	
WACC	10,6%	10,5%	10,4%	10,4%	10,3%	10,2%	10,2%	10,3%	10,5%	10,6%	10,5%
Koszt długu	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,6%
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	4,1%	9,9%	12,5%	12,2%	15,2%	19,1%	18,9%	15,2%	10,5%	4,6%	4,6%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%
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

Wartość rezydualna (TV)

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

Wartość firmy (EV)

Dług netto

Inne aktywa nieoperacyjne

Udziałowcy mniejszościowi

Wartość firmy

Liczba akcji (mln)

Wartość firmy na akcję (PLN)

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

Cena docelowa (PLN)

EV/EBITDA('06) dla ceny docelowej

P/E('06) dla ceny docelowej

Udział TV w EV

0,5% Analiza wrażliwości

		Wzrost FCF w nieskończoności				
		0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%
12 311						
4 804						
-849	WACC +1,0pp	32,7	33,5	34,3	35,2	36,1
3 955	WACC +0,5pp	36,2	37,1	38,1	39,1	40,2
498	WACC	40,1	41,2	42,3	43,5	44,7
	WACC -0,5pp	44,5	45,7	47,0	48,4	49,8
	WACC -01,0pp	49,5	50,9	52,4	54,0	55,6
4 453						
113,7						
39,2						
8,0%						
42,3						
5,0						
9,2						
121%						

Wycena metodą mnożników rynkowych dla wybranych spółek z sektora

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		
		2005	2006P	2007P	2005	2006P	2007P	2005	2006P	2007P
PKN Orlen	53,4	4,3	5,4	5,1	0,7	0,5	0,5	5,0	10,8	10,1
MOL	21400,0	6,4	6,2	7,2	1,1	1,1	1,1	8,9	9,0	10,6
OMV	43,7	4,6	4,0	4,2	1,0	0,9	1,0	10,4	7,8	9,9
Neste	25,8	8,7	6,6	6,9	0,7	0,6	0,6	13,9	11,0	12,0
Hellenic Petroleum	10,0	6,0	6,7	6,8	0,6	0,5	0,5	9,2	11,1	29,4
Unipetrol	191,1	5,3	4,7	4,4	0,4	0,4	0,4	10,0	8,2	7,6
Tupras	25,3	6,1	5,4	5,4	0,5	0,4	0,4	9,9	8,9	8,6
Maksimum		8,7	6,7	7,2	1,1	1,1	1,1	13,9	11,1	29,4
Minimum		4,3	4,0	4,2	0,4	0,4	0,4	5,0	7,8	7,6
Mediana		6,0	5,4	5,4	0,7	0,5	0,5	9,9	9,0	10,1
Średnia		5,9	5,6	5,7	0,7	0,6	0,6	9,6	9,5	12,6
Lotos	46,5	3,6	5,5	6,0	0,5	0,5	0,5	5,9	10,3	10,5
(premia / dyskonto)		-39,3%	1,8%	10,4%	-23,6%	-7,8%	-0,8%	-40,9%	14,5%	4,1%
Implikowana wycena										
Mediana		8 499	5 260	4 782	6 855	5 826	5 407	9 060	4 678	5 143
Waga wskaźnika				33,3%			33,3%			33,3%
Waga roku		10,0%	45,0%	45,0%	10,0%	45,0%	45,0%	10,0%	45,0%	45,0%
Uzasadniona premia / dyskonto		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)		48,2								

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2005

Rachunek wyników

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	7 450,3	9 645,5	12 052,6	12 319,8	11 731,7	10 413,1	10 485,5
<i>zmiana</i>	40,5%	29,5%	25,0%	2,2%	-4,8%	-11,2%	0,7%
Koszt własny sprzedaży	-6 139,2	-8 053,6	-10 409,1	-10 680,5	-10 063,1	-8 683,3	-8 858,7
Zysk brutto na sprzedaży	1 311,1	1 592,0	1 643,5	1 639,3	1 668,6	1 729,8	1 626,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	17,6%	16,5%	13,6%	13,3%	14,2%	16,6%	15,5%
Koszty sprzedaży	-387,4	-501,7	-570,9	-579,7	-588,8	-598,1	-600,0
Koszty ogólnego zarządu	-212,8	-274,0	-311,8	-316,6	-321,6	-326,6	-327,7
Pozostała działalność operacyjna netto	-98,7	253,6	-34,2	-23,8	-29,0	-26,4	-27,7
EBIT	612,2	1 069,9	726,7	719,1	729,3	778,8	671,4
<i>zmiana</i>	50,2%	74,8%	-32,1%	-1,0%	1,4%	6,8%	-13,8%
<i>marża EBIT</i>	8,2%	11,1%	6,0%	5,8%	6,2%	7,5%	6,4%
Wynik na działalności finansowej	70,0	39,3	-13,9	-24,5	-46,3	-49,6	-74,1
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	6,0	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5
Zysk brutto	688,2	1 137,7	741,3	723,1	711,4	757,6	625,8
Podatek dochodowy	-144,0	-168,8	-140,8	-137,4	-135,2	-144,0	-118,9
Udziałowcy mniejszościowi	-1,4	-53,7	-80,6	-81,5	-72,8	-62,1	-62,1
Zysk netto	542,8	915,1	519,8	504,2	503,4	551,6	444,8
<i>zmiana</i>	87,5%	68,6%	-43,2%	-3,0%	-0,1%	9,6%	-19,4%
<i>marża</i>	7,3%	9,5%	4,3%	4,1%	4,3%	5,3%	4,2%
Amortyzacja	192,5	263,6	284,5	305,8	338,7	485,7	657,2
EBITDA	804,7	1 333,5	1 011,2	1 024,9	1 068,0	1 264,5	1 328,6
<i>zmiana</i>	97,5%	65,7%	-24,2%	1,4%	4,2%	18,4%	5,1%
<i>marża EBITDA</i>	10,8%	13,8%	8,4%	8,3%	9,1%	12,1%	12,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	78,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7
EPS	6,9	8,0	4,6	4,4	4,4	4,9	3,9
CEPS	9,3	10,4	7,1	7,1	7,4	9,1	9,7
ROAE	20,5%	20,1%	10,3%	9,1%	8,4%	8,5%	6,5%
ROAA	13,5%	13,1%	6,7%	5,7%	5,3%	5,6%	4,2%

Bilans

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
AKTYWA	4 016,8	6 989,6	7 761,6	8 806,1	9 487,0	9 797,6	10 649,6
Majątek trwały	2 240,6	3 581,5	4 452,8	5 417,0	6 278,2	6 992,5	7 804,6
Rzeczowe aktywa trwałe	2 139,5	3 311,8	4 183,0	5 147,2	6 008,5	6 722,8	7 534,9
Wartości niematerialne	45,6	51,1	51,1	51,1	51,1	51,1	51,1
Goodwill	11,9	54,6	54,6	54,6	54,6	54,6	54,6
Aktywa finansowe	6,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2
Spółki stowarzyszone	27,6	83,3	83,3	83,3	83,3	83,3	83,3
Inne aktywa trwałe	9,9	60,5	60,5	60,5	60,5	60,5	60,5
Majątek obrotowy	1 776,2	3 408,1	3 308,8	3 389,2	3 208,8	2 805,1	2 845,0
Zapasy	828,6	1 432,9	1 852,0	1 900,3	1 790,5	1 545,0	1 576,2
Należności	744,6	1 060,3	1 325,0	1 354,3	1 289,7	1 144,7	1 152,7
Pozostałe aktywa obrotowe	4,7	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	198,2	903,6	120,5	123,2	117,3	104,1	104,9

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
PASYWA	4 016,8	6 989,6	7 761,6	8 806,1	9 487,0	9 797,6	10 649,6
Kapitał własny	2 642,6	4 553,8	5 071,4	5 523,6	5 976,6	6 477,9	6 867,5
Kapitał akcyjny	78,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7
Kapitał rezerwowowy	0,0	973,2	971,0	971,0	971,0	971,0	971,0
Zyski zatrzymane	2 563,9	3 466,9	3 986,7	4 438,9	4 891,9	5 393,2	5 782,9
Kapitał mniejszościowych	14,9	254,3	254,3	254,3	254,3	254,3	254,3
Zobowiązania długoterminowe	376,9	715,9	654,6	1 056,5	1 283,7	1 283,9	1 607,3
Pożyczki i kredyty	143,7	294,2	232,9	634,8	862,0	862,2	1 185,6
Rezerwy	233,1	410,5	410,5	410,5	410,5	410,5	410,5
Pozostałe zobowiązania	0,1	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Zobowiązania krótkoterminowe	982,4	1 465,6	1 781,3	1 971,7	1 972,5	1 781,5	1 920,5
Pożyczki i kredyty	184,6	111,5	88,2	240,5	326,5	326,6	449,1
Rezerwy	55,5	79,7	79,7	79,7	79,7	79,7	79,7
Zobowiązania handlowe	444,2	844,3	1 075,9	1 102,2	1 043,1	910,9	924,1
Pozostałe zobowiązania	298,1	430,1	537,5	549,4	523,2	464,4	467,6

Dług	328,3	405,7	321,2	875,3	1 188,5	1 188,9	1 634,7
Dług netto	130,1	-497,9	200,6	752,1	1 071,2	1 084,7	1 529,8
(Dług netto / Kapitał własny)	4,9%	-10,9%	4,0%	13,6%	17,9%	16,7%	22,3%
(Dług netto / EBITDA)	0,2	-0,4	0,2	0,7	1,0	0,9	1,2

BVPS	33,6	40,1	44,6	48,6	52,6	57,0	60,4
-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Przepływy operacyjne	388,3	598,2	481,7	811,6	1 001,2	1 315,4	1 170,1
Zysk netto	542,8	915,1	519,8	509,2	514,4	574,9	487,4
Amortyzacja	192,5	263,6	284,5	299,6	325,0	456,6	604,5
Kapitał obrotowy	-422,6	-350,1	-344,8	-38,7	90,1	201,2	-19,9
Pozostałe przepływy	75,6	-230,5	22,2	41,6	71,7	82,6	98,1
Przepływy inwestycyjne	-152,6	-916,1	-1 019,2	-1 270,0	-1 200,0	-1 200,0	-1 447,5
CAPEX	-228,7	-799,2	-1 155,0	-1 270,0	-1 200,0	-1 200,0	-1 447,5
Inwestycje kapitałowe	0,0	-119,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe przepływy	76,1	2,7	135,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-256,2	930,7	-109,7	461,1	192,8	-128,9	278,0
Emisja akcji	0,0	1 015,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-232,8	-44,7	-84,5	554,6	315,5	5,5	433,7
Dywidenda (buy-back)	-6,2	-15,7	0,0	-52,0	-50,9	-51,4	-57,5
Odsetki	-14,3	-16,5	-25,2	-41,6	-71,8	-82,9	-98,2
Pozostałe przepływy	-2,9	-7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-20,4	612,8	-647,3	2,7	-6,0	-13,6	0,6
Środki pieniężne na koniec okresu	198,2	903,6	120,5	123,2	117,3	104,1	104,9
DPS (PLN)	0,1	0,1	0,0	0,5	0,4	0,5	0,5
FCF	159,7	-201,0	-673,3	-458,4	-198,8	115,4	-277,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-3,1%	-8,3%	-9,6%	-10,3%	-10,2%	-11,5%	-13,8%

Wskaźniki rynkowe

	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
P/E	6,7	5,8	10,2	10,4	10,3	9,2	10,8
P/CE	5,0	4,5	6,6	6,5	6,3	5,1	4,8
P/BV	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	4,2%	-4,2%	-12,3%	-7,6%	-3,1%	1,8%	-4,1%
EV/EBITDA	4,7	3,6	5,4	5,9	6,0	5,0	5,1
EV/EBIT	6,2	4,5	7,6	8,3	8,6	7,9	9,4
EV/S	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
DYield	0,2%	0,3%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%
Cena (PLN)	46,5	46,5	46,5	46,5	46,5	46,5	46,5
Liczba akcji na koniec roku (mln)	78,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7
MC (mln PLN)	3 659,6	5 287,1	5 287,1	5 287,1	5 287,1	5 287,1	5 287,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	14,9	254,3	254,3	254,3	254,3	254,3	254,3
EV (mln PLN)	3 789,6	4 789,1	5 487,7	6 039,6	6 361,0	6 379,7	6 812,6

Departament Analiz:

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35
Dyrektor
tomasz.mazurczak@dibre.com.pl
Analiza strategiczna

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Wicedyrektor
michal.marczak@dibre.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media, hotele

Analitycy:

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

Andrzej Lis tel. (+48 22) 697 47 42
andrzej.lis@dibre.com.pl
IT

Michał Mierzwa tel. (+48 22) 697 47 41
michal.mierzwa@dibre.com.pl
Chemia, ropa naftowa i gaz

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01
krzysztof.radojewski@dibre.com.pl
Farmaceutyki, budownictwo, usługi

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Handel, inne

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88
jacek.borawski@dibre.com.pl
Analiza techniczna

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor
grzegorz.domagala@dibre.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
michal.skowronski@dibre.com.pl

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

Krzysztof Solus tel. (+48 22) 697 47 31
krzysztof.solus@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

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54
joanna.niedziela@dibre.com.pl

Aleksander Mazur tel. (+48 22) 697 48 69
aleksander.mazur@dibre.com.pl

Michał Świtakowski tel. (+48 22) 697 48 16
michal.switakowski@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 księgowa**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 księgowa) - 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.

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 między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie 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 S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.

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 Papierów Wartościowych i Giełd.

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 Grupy Lotos

rekomendacja	Redukuj
data wydania	2005-12-05
kurs z dnia rekomendacji	46.10
WIG w dniu rekomendacji	34480.66

*Rekomendacja została zawieszona