

Lotos

15 grudnia 2008

neutralnie

branża paliwowa

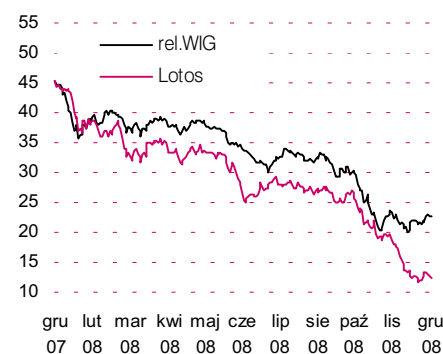
poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena: 12.07

Cena docelowa: 12.60

Odwrócenie tendencji z I półrocza

W I półroczu spółka zyskiwała na rosnącej cenie ropy dzięki efektowi LIFO oraz na hedgingu i różnicach kursowych dzięki spadkowi kursu USD/PLN. Tendencje te odwróciły się w połowie roku co powoduje, że II półrocze jest diametralnie różne. Spółka w III kwartale straciła na hedgingu 281 mln PLN. Wprawdzie efekt LIFO był dodatni (24.1 mln PLN) to jednak EBIT był bardzo słaby i wyniósł 39.2 mln PLN. Oczekiwaliśmy 68 mln PLN, w tym 80 mln PLN ujemnego efektu LIFO. Wynik operacyjny był więc mocno poniżej oczekiwań, co spółka tłumaczy dużymi wahaniami cen ropy i zbyt szybkim ich spadkiem. W związku z bardzo silnymi spadkami cen ropy oraz pogorszeniem oczekiwań wyników obniżamy naszą wycenę z 26.5 do 12.6. Tak znaczna obniżka związana jest z dużą wrażliwością na założenia w związku dużą dźwignią finansową.



Niska cena, ale ponadprzeciętne ryzyko

W ostatnim czasie akcje spółki Lotos są zdecydowanie poniżej rynku. Główną przyczyną były bardzo słabe wyniki kwartalne oraz drastyczne straty na hedgingu. Dodatkowo po wynikach III kwartału rynek zaczął dyskontować negatywne nastawienie do inwestycji Programu 10+ i związanym z tym zadłużeniem. Rynek zakłada, że Program 10+ może mieć bardzo silny ujemny NPV. Tylko to może uzasadniać aktualną wycenę Lotosu na poziomie 0.25 C/WK. Duże zadłużenie oznaczać będzie olbrzymią wrażliwość na sytuację makro w wyniku silnej dźwigni finansowej. Pierwsze (nieznaczne) efekty inwestycji zaczną dopiero być widoczne pod koniec roku 2009, a zakończenie całości będzie miało miejsce w II połowie 2010. Oznacza to, że w najbliższych kwartałach spółka nie będzie kompensowała podwyższonego ryzyka dodatkowymi dochodami.

Podtrzymanie rekomendacji neutralnie

W wyniku pogorszenia oczekiwań oraz spadku spółek porównywalnych obniżamy wycenę z 26.5 PLN do 12.6 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację neutralnie. Bardzo silna dźwignia finansowa powoduje, że dopiero oczekiwania znaczącej poprawy sytuacji makroekonomicznej będą argumentem za kupowaniem akcji spółki. W trudnych czasach uważamy, że inwestycja w konkurencyjny PKN jest zdecydowanie atrakcyjniejsza.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	11.7/45.4
Liczba akcji (mln)	113.7
Kapitalizacja (mln PLN)	1 478
EV (mln PLN)	3 460
Free float (mln PLN)	609
Sredni obrót (mln PLN)	12.9
Główny akcjonariusz	Skarb Państwa
% akcji, % głosów	58.8

	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-30.6	-54.4	-74.4
Zmiana rel. WIG (%)	-30.0	-24.5	-21.2

Marcin Palenik, CFA

(022) 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2007	13 132.5	719.0	1 030.3	984.4	763.5	6.7	9.5	51.1	1.9	0.25	2.4	1.7	14.6
2008p	16 116.8	329.1	645.6	-104.3	-120.5	-1.1	1.7	50.1	-11.9	0.25	10.4	5.3	-2.1
2009p	11 534.1	334.4	752.6	252.2	176.0	1.5	5.2	51.6	8.1	0.24	12.7	5.6	3.1
2010p	12 461.2	467.5	1 008.2	301.9	201.6	1.8	6.5	53.4	7.1	0.24	14.7	6.8	3.4
2011p	19 806.8	1 168.8	1 818.7	812.8	611.0	5.4	11.1	58.7	2.3	0.21	6.9	4.5	10.1

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

IV kwartał ponownie bardzo słaby

W IV kwartale podobnie jak w III spółka powinna wykazać straty na hedgingu, które przy aktualnych cenach walut szacujemy na ok. 230 mln PLN strat ok. 128 mln PLN strat na różnicach kursowych. Dodatkowo szacujemy, że w związku z załamaniem się cen ropy i ich spadkiem ok. 29% kw/kw licząc w PLN, efekt LIFO obniży EBIT o ok. 250 mln PLN. Wstępnie szacujemy więc, że strata EBITDA wyniesie ok. 110 mln PLN, strata EBIT 190 mln PLN, a strata netto ok. 549 mln PLN. Wyniki spółki w kolejnych kwartałach powinny być dużo lepsze, gdyż nawet gdyby dotychczasowe tendencje były kontynuowane (spadki cen ropy i osłabienie się PLN), to ich dynamika powinna zdecydowanie zmaleć.

Prognoza wyników Lotosu za IV kwartał 2008 roku

	IV kw. 2007	IV kw. 2008	zmiana r/r	I-IV kw 2007	I-IV kw 2008	zmiana r/r
Przychody	3 987.9	3 573.2	-10.4%	13 132.5	16 116.8	22.7%
EBITDA	233.1	-110.8	-147.5%	1 030.3	645.6	-37.3%
EBIT	158.6	-190.5	-220.1%	719.0	329.1	-54.2%
Zysk netto	231.2	-548.6	-337.3%	763.5	-120.5	-115.8%
Marże						
Marża EBIT	4.0%	-5.3%	-234.1%	5.5%	2.0%	-62.7%
Marża netto	5.8%	-15.4%	-364.8%	5.8%	-0.7%	-112.9%

Źródło: Lotos S.A.; prognozy Millennium DM

Nasze nastawienie inwestycyjne

W ostatnim czasie akcje spółki Lotos są zdecydowanie poniżej rynku. Główną przyczyną były bardzo słabe wyniki kwartalne, które przede wszystkim zaskoczyły negatywnie na poziomie operacyjnym, a rynek dodatkowo nie spodziewał się tak drastycznych strat na hedgingu. Uważamy jednak, że straty na hedgingu nie powinny być odbierane aż tak negatywnie przez rynek, gdyż są one zabezpieczeniem rzeczywistych cash flowów związanych z wydatkami inwestycyjnymi denominowanymi w EUR oraz kredytem w USD. Znacznie podwyższone ryzyko spółki jest jednak faktem.

Warto zauważyć, że przez kilka poprzednich miesięcy Lotos był notowany w pewnym zakresie wahań w okolicach 0.8 ceny akcji PKNu. Jednak po wynikach III kwartału rynek zaczął dyskontować negatywne nastawienie do inwestycji Programu 10+ i związanym z tym zadłużeniem. Dodatkowo, rynek obawia się, że Program 10+ może mieć bardzo silny ujemny NPV. Tylko to może uzasadniać aktualną wycenę Lotosu na poziomie 0.25 C/WK. Trzeba podkreślić, że w związku ze znaczącym zadłużeniem, jakie spółka na siebie bierze, dług będzie stanowił czterokrotność aktualnej kapitalizacji spółki w roku 2011. Oznacza to olbrzymią wrażliwość na sytuację makro w wyniku silnej dźwigni finansowej. W związku z trudnością prognozowania warunków makro w długim terminie, spółka należy do inwestycji bardzo wysokiego ryzyka. Biorąc dodatkowo pod uwagę prawdopodobne pogorszenie się marż rafineryjnych w trakcie recesji, sytuacja nie wygląda ciekawie dla perspektyw spółki.

Trzeba także podkreślić, że pierwsze (nieznaczące) efekty inwestycji zaczną dopiero być widoczne pod koniec roku 2009, a zakończenie całości będzie miało miejsce w roku 2010. Oznacza to, że w najbliższych kwartałach spółka nie będzie kompensowała podwyższonego ryzyka, dodatkowymi dochodami. Wprawdzie po silnych spadkach rynek w końcu zaczął traktować spółkę jako inwestycję ryzykowną, to nie widzimy powodów, aby spółka dawała ponadprzeciętne zyski w najbliższych kwartałach. Uważamy, że wprawdzie w długim terminie spółka ma potencjał do wzrostu, jednak sądzimy, że lepszą inwestycją jest konkurencyjny PKN, którego potencjał wzrostowy nie jest obciążony tak dużym ryzykiem.

Wyniki III kwartału 2008

Skonsolidowane wyniki Lotosu za III kwartał 2008 roku

	III kw. 2007	III kw. 2008	zmiana r/r	I-III kw 2007	I-III kw 2008	zmiana r/r
Przychody	3 530.1	4 764.2	35.0%	9 144.7	12 543.6	37.2%
EBITDA	333.3	116.6	-65.0%	787.6	756.4	-4.0%
EBIT	256.5	39.2	-84.7%	560.3	519.6	-7.3%
EBIT wg LIFO	149.0	15.1	-89.9%	325.3	238.5	-26.7%
Zysk netto	230.0	-237.9	-203.4%	532.4	428.1	-19.6%

Marże

Marża EBIT	7.3%	0.8%	-88.7%	6.1%	4.1%	-32.4%
Marża EBIT wg LIFO	4.2%	0.3%	-92.5%	3.6%	1.9%	-46.5%

Źródło: Lotos S.A.;

Wyniki kwartalne Lotosu vs prognoza

mln PLN	III kw. 2007	III kw. 2008	zmiana	prognoza Millennium	wynik vs. prognoza
Przychody	3 530.1	4 764.2	35.0%	4 091.0	16.5%
EBITDA	332.5	119.2	-64.2%	148.0	-19.5%
EBIT	256.5	39.2	-84.7%	68.0	-42.4%
Zysk netto	247.4	-237.9	-196.2%	-187.0	27.2%
Marża EBITDA	9.4%	2.5%		3.6%	
Marża netto	7.0%	-5.0%		-4.6%	

Źródło: Lotos S.A.; prognozy Millennium DM

Odwrócenie tendencji z I półrocza

Wyniki spółki w III kwartale były najgorsze w historii po rekordowym zysku w II kwartale. Głównym determinantem były straty na hedgingu, które wyniosły 281 mln PLN. Jednak także wynik operacyjny był bardzo słaby. W III kwartale EBIT wyniósł zaledwie 39.2 mln PLN, a dodatkowo był zawyżany efektem LIFO o 24.1 mln PLN. EBIT wg LIFO wyniósł zaledwie 15.1 mln PLN. Była to dla nas bardzo duża negatywna niespodzianka. Liczyliśmy na EBIT na poziomie 68 mln PLN, który wg nas był zaniżony przez efekt LIFO na poziomie 80 mln PLN. Czyli liczyliśmy na EBIT wg na LIFO na poziomie 148 mln PLN. Pokazany wynik odebraliśmy negatywnie. Spółka uzasadnia, że słaby wynik operacyjny wynika między innymi z bardzo silnych wahań cen ropy, co wpłynęło negatywnie na możliwość szybkiego dostosowania się do spadku cen surowca

Saldo na działalności finansowej wyniosło -319.1 mln PLN, z czego -83.4 mln PLN to były różnice kursowe z przeszacowania kredytów. Efekt rozliczeń transakcji zabezpieczających, obniżający przychody finansowe wyniósł -175.4 mln PLN, w tym -93.5 mln PLN to zabezpieczenia walut, a marży rafinerijnej to -84.3 mln PLN. Efekt nierozliczonych instrumentów pochodnych zwiększył koszty o 105.7 mln PLN. Spółka więc oddała więc zyski z hedgingu, które miała w poprzednich dwóch kwartałach. Było to związane ze wzrostem kursu walut i w znaczącym stopniu przez nas oczekiwane. Z prognoz rynkowych wynikało jednak, że rynek nie oczekiwał tak dużych strat na hedgingu.

Po III kwartałach EBIT wprawdzie spadł tylko o 7.3%, jednak licząc według LIFO spadł on o 26.7%. Jest to naszym zdaniem zjawisko niepokojące, szczególnie biorąc pod uwagę rekordowe ceny ropy. Zysk netto spadł po 3 kwartałach o 19.6%. Wyniki będą jeszcze słabsze w całym roku, gdyż w IV kwartale spółka powinna ponownie ponieść straty ze względu ujemny efekt LIFO oraz straty na hedgingu.

Segmenty działalności

Segment wydobywczy

Sądziliśmy, że segment wydobywczy powinien korzystać z rekordowych cen ropy w III kwartale, jednak wyniki były dużo słabsze niż można by oczekiwać. Cena ropy wzrosła licząc w PLN o 22% r/r. Całkowite wydobycie wyniosło 61.1 tys. ton ropy w porównaniu z 48.1 tys. ton ropy rok wcześniej. Pomimo bardzo dobrych warunków makro oraz zwiększonego wydobycia EBITDA tego segmentu wyniosła jednak zaledwie 37 mln PLN w porównaniu z 58 mln PLN w tym samym okresie 2007 oraz 61 mln PLN w II kwartale. Liczyliśmy w tym segmencie na dużo lepsze wyniki, gdyż w poprzednich kwartałach korekty sugerowały przesunięcia na kolejne kwartały. Sądzymy, że więcej ropy z Petrobalticu wygeneruje zysk w IV kwartale, jednak będzie to już po zdecydowanie niższych cenach. Na wynik negatywny wpływ miały straty na działalności LOTOS E&P Norge (5 mln PLN).

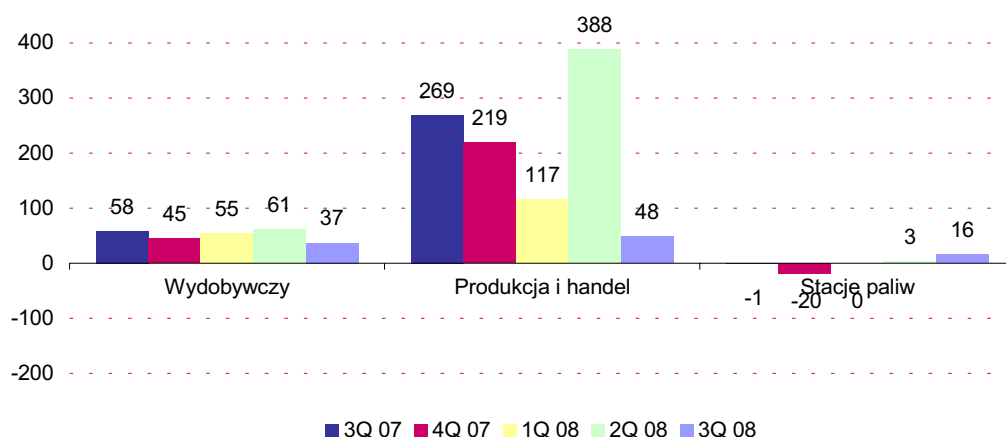
Segment produkcji i handlu

Spółka przerobiła w III kwartale 1,577 tys. ton ropy i wygenerowała zaledwie 48 mln PLN zysku EBITDA w tym segmencie (spadek 82% r/r). Wynik jest dla nas rozczarowaniem. Wprawdzie liczyliśmy się ze zdecydowanym pogorszeniem, jednak sądziliśmy, że będzie to wynikało przede wszystkim z efektu ujemnego przeszacowania zapasów. Tymczasem efekt LIFO był pozytywny na poziomie 24 mln PLN. Z drugiej strony bardzo wysoka marża rafineryjna na poziomie 9.2 USD/bbl sugerowała wysoki wynik w tym segmencie. Spółka wyjaśnia, że na słaby rezultat miał wpływ taki czynnik jak duża zmienność cen ropy i brak możliwości szybkiego dostosowania się do spadku cen surowca. Wolumen sprzedaży produktów wzrósł o 7.3% r/r, co należy uznać za niezbyt wysoką dynamikę biorąc pod uwagę, że po zakończeniu inwestycji Programu 10+ spółka będzie musiała znaleźć rynek na 70% większą produkcję.

Segment detaliczny

Wynik segmentu detalicznego był jedyną pozytywną niespodzianką, jednak jego waga w całości wyniku jest niewielka. Zysk EBITDA segmentu detalicznego wyniósł w III kwartale 16 mln PLN (1 mln PLN straty rok wcześniej). EBIT był po raz pierwszy na plusie i wyniósł 5 mln PLN. Dobry wynik detalu był prawdopodobnie związany z obniżkami cen paliw, co zawsze jest związane z poprawą marży detalicznej. W III kwartale 2008 przybyły 3 stacje własne, i na koniec kwartału liczba stacji własnych wyniosła 137.

EBITDA według segmentów w ostatnich kwartałach (mln PLN)

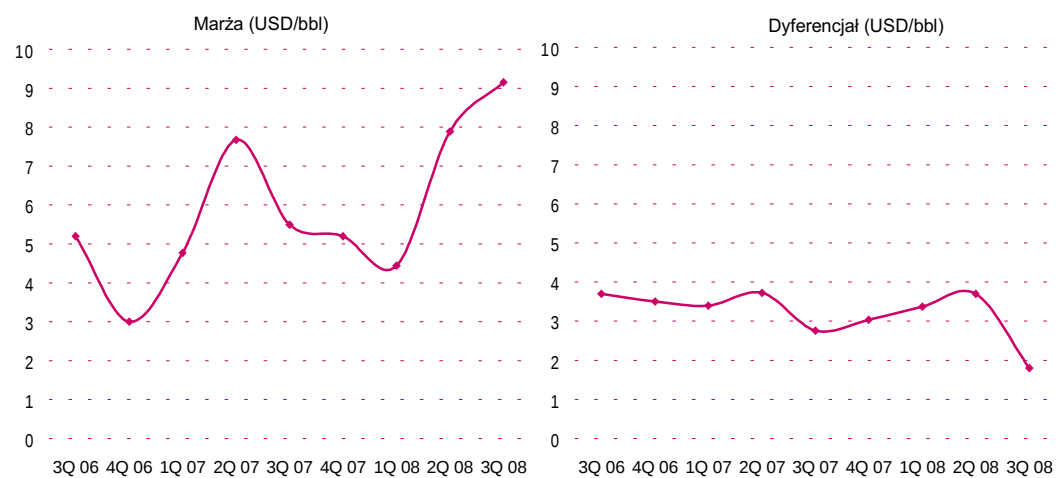


Źródło: Lotos S.A.

Warunki makro w III kwartale

Warunki makroekonomiczne dla Lotosu były w III kwartale 2008 dobre pod względem marż, ale słabe pod względem zmiany cen ropy. Marża rafineryjna wyniosła 9.2 USD/bbl, 1.3 USD wyżej kw/kw oraz 3.7 USD wyżej r/r. Dyferencjał Brent-Ural na poziomie 1.8 USD/bbl był natomiast aż 1.9 USD niższy kw/kw i 1 USD/bbl r/r. Kurs USD/PLN spadł 20% r/r. Podsumowując, teoretyczna marża liczona jako suma marży rafineryjnej i dyferencjału licząc w PLN wyniosła 24.1 PLN/bbl w porównaniu z 22.8 PLN/bbl w III kw. 2007 i 25.3 PLN/bbl w II kw. 2008. Pozytywny efekt LIFO, na poziomie 24.1 mln PLN był dla nas zaskoczeniem, gdyż ceny ropy licząc w PLN spadły o 4.2% kw/kw. Prawdopodobnie wynikało to jakiś przesunięć (opóźnień w księgowaniu). Wysokie ceny ropy (pomimo spadku kw/kw, nastąpił 22% wzrost r/r) powinny wpłynąć na wynik segmentu wydobywczego, czego jednak nie było widać w wyniku. W IV kwartale dalsze spadki cen ropy powinny wpłynąć na negatywny efekt LIFO oraz dodatkowo ograniczyć wynik z wydobycia.

Marża rafineryjna Lotosu i dyferencjał Brent-Ural



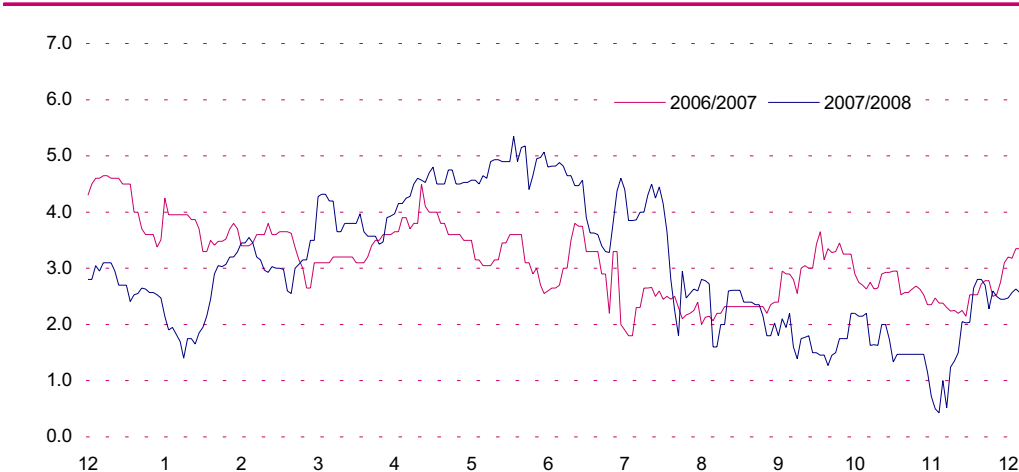
Źródło: Lotos S.A.

Cena ropy Brent w Londynie (USD/bbl)



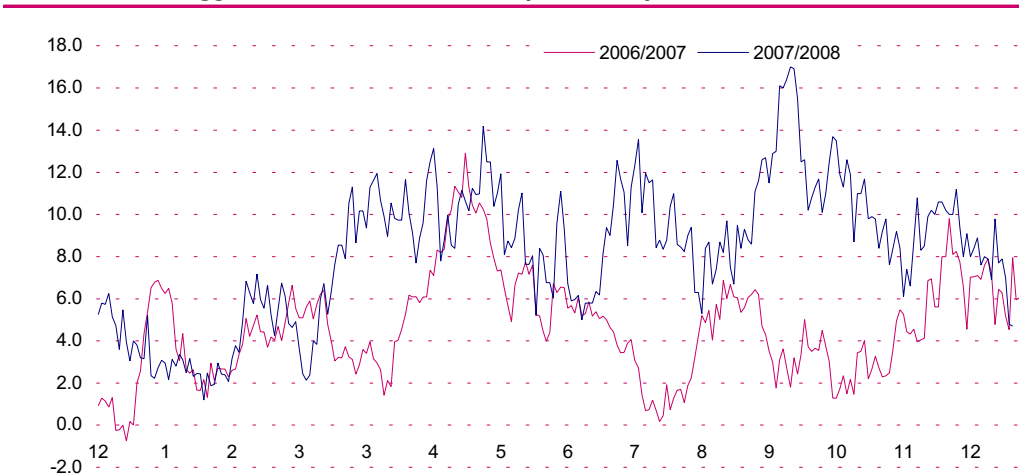
Źródło: Bloomberg

Dyferencjał Brent-Ural (USD/bbl)



Źródło: Bloomberg

Marża rafineryjna Brent Rotterdam (USD/bbl)



Źródło: Reuters

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą do spółek paliwowych. Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość Lotosu na 2,092 mln PLN, czyli 18.4 PLN na akcję. Natomiast w oparciu o metodę porównawczą do spółek paliwowych wyceniamy na 769 mln PLN (6.8 PLN na akcję). Oba metodom przypisujemy jednakową wagę. Średnia tych wycen implikuje końcową wycenę na poziomie 1,695 mld PLN, czyli 12.6 PLN na 1 akcję. Podkreślamy, że nasza prognoza metodą DCF jest bardzo zależna od wartości rezydualnej w wycenie. Jest to związane olbrzymimi inwestycjami w najbliższych latach, których wielkość przewyższa aktualną kapitalizację Lotosu. W związku z inwestycjami należy oczekiwać dużych ujemnych przepływów gotówkowych w najbliższych latach. Obniżenie wyceny w porównaniu z poprzednią rekomendacją wynika przede wszystkim ze spadku cen spółek porównawczych i obniżenia się ich wskaźników. W porównaniu z poprzednią wyceną zmienimy nasze założenia dotyczące ropy, kursu USD/PLN oraz dyferencjału. Cenę ropy obniżyliśmy na kolejne lata ze 110 USD/bbl do 60 USD/bbl, USD/PLN z 2.3 do 2.9, natomiast dyferencjał z 3.5 USD/bbl do 2.5 USD/bbl. Obniżamy też przerób ropy na lata 2009-2010 w związku remontem w 2009 oraz gorszymi marżami na produktach co spowoduje, że zwiększony przerób nastąpi dopiero w 2010 po uruchomieniu hydrocrackingu.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Grupy Lotos (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	2 092	18.4
Wycena porównawcza do spółek paliwowych	769	6.8
Wycena Grupy Lotos	1 695	12.6

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2008-2017,

- ☐ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ☐ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2017 roku na poziomie 5%,
- ☐ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ☐ Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- ☐ Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2017 na 1.0%
- ☐ Zakładamy udaną realizację programu inwestycyjnego Program 10+ i wzrost marży rafineryjnej dzięki inwestycjom Programu 10+ na poziomie 3.5 USD/bbl
- ☐ Zakładamy roczne wydobycie ropy po 2012 na poziomie 700 tys. ton
- ☐ Zakładamy wartość udziałów mniejszościowych w Petrobalticu na poziomie 273.mln PLN na podstawie wskaźnika EV/EBITDA w wysokości 4
- ☐ Założenia makro przedstawia poniższa tabela:

Założenia makro do modelu

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cena ropy Brent (USD/bbl)	72.4	98.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
Dyferencjał (USD/bbl)	3.2	2.7	2.5	2.5	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Marża rafineryjna w Lotosie (USD/bbl)	5.8	6.5	5.0	6.0	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
USD/PLN	2.8	2.4	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9

Wycena spółki metodą DCF

mln PLN	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	>2017
sprzedaż	16 117	11 534	12 461	19 807	19 842	19 922	19 997	20 067	20 134	20 196	
EBIT (1-T)	267	271	379	947	873	856	858	860	862	863	
amortyzacja	316	418	541	650	688	689	689	690	691	691	
inwestycje	-1 960	-2 060	-2 860	-1 860	-800	-750	-730	-710	-690	-689	
zmiana kap.obrotowego	-423	650	-542	-630	-5	-11	-11	-10	-9	-9	
FCF	-1 800	-721	-2 482	-894	756	784	807	830	853	857	11 382
zmiana FCF		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.6%	3.0%	2.9%	2.8%	0.4%	1.0%
dług/kapitał	26.3%	32.7%	47.6%	50.3%	47.3%	43.5%	39.8%	35.8%	31.6%	27.2%	27.2%
stopa wolna od ryzyka	6.1%	5.8%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	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
koszt długu	7.1%	6.8%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%	6.0%
koszt kapitału	11.1%	10.8%	10.6%	10.5%	10.5%	10.5%	10.6%	10.7%	10.7%	10.7%	10.0%
WACC	9.7%	9.1%	8.1%	7.9%	8.0%	8.2%	8.5%	8.8%	9.0%	9.3%	8.6%
PV (FCF)	(1800)	(661)	(2125)	(712)	555	528	495	460	427	386	5125
Wartość DCF (mln PLN)	2677.2		w tym wartość rezydualna			5125					
Dług(-)/gotówka(+)/netto	-312.1										
Wycena DCF (mln PLN)	2365.1										
Wartość udz. mniejsz.	-272.8										
Liczba akcji (mln)	113.7										
Wycena 1 akcji (PLN)	18.4										

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN		rezydualna stopa wzrostu						
stopa R_f rezydualna		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
	4.0%	14.7	17.7	21.0	24.8	29.3	34.5	40.8
	4.5%	12.5	15.1	18.0	21.4	25.3	29.8	35.1
	5.0%	10.4	12.8	15.4	18.4	21.8	25.7	30.3
	5.5%	8.6	10.7	13.1	15.8	18.8	22.2	26.2
	6.0%	6.9	8.8	11.0	13.4	16.1	19.2	22.7

Źródło: Millennium DM

Wycena metodą porównawczą do spółek paliwowych

Do wyceny metodą porównawczą wybraliśmy do spółki paliwowe z regionu Europy Centralnej. Do określenia wartości analizowanej spółki użyliśmy trzech najczęściej stosowanych wskaźników: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E i przyjęliśmy równe wagi dla każdego z nich.

Wycena porównawcza do spółek paliwowych

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2008p	2009p	2010p	2008p	2009p	2010p	2008p	2009p	2010p
MOL	4.0	3.8	3.7	6.6	6.6	6.0	6.6	6.6	6.3
OMV	2.2	2.6	2.4	3.1	4.0	3.6	2.7	3.3	2.8
Petrom	3.8	3.5	3.1	5.1	4.5	4.1	3.9	3.5	3.4
PKN	4.6	4.4	3.9	11.2	9.9	8.5	23.5	7.1	6.1
Rompetrol Reafinare	5.5	6.4	4.5	10.4	7.7	6.6	-	14.9	10.2
Unipetrol	3.2	2.9	2.9	7.2	6.0	6.0	8.9	7.4	7.1
Mediana	3.9	3.6	3.4	6.9	6.3	6.0	6.6	6.9	6.2
Wyniki spółki (mln PLN)	646	753	1 008	329	334	468	-121	176	202
Wycena na podstawie wskaźników (mln PLN)	1 958	464	362	1 677	0	0	0	1 209	1 247
Wycena Grupy Lotos (mln PLN)	769								
Wycena 1 akcji (PLN)	6.8								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Opierając się na metodzie porównawczej, szacujemy wartość PKNu na 769 mln PLN, czyli 6.8 PLN na akcję.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
przychody netto ze sprzedaży	12 810.9	13 132.5	16 116.8	11 534.1	12 461.2	19 806.8
Koszty wytworzenia	-10 988.0	-11 359.5	-14 712.9	-10 071.2	-10 808.7	-17 393.8
Koszty sprzedaży	-666.2	-696.4	-731.2	-767.8	-806.2	-846.5
Koszty ogólnego zarządu	-316.1	-327.2	-343.6	-360.7	-378.8	-397.7
Zysk (strata) na sprzedaży	840.6	749.4	329.1	334.4	467.5	1168.8
Pozostała działalność operacyjna	-42.3	-30.4	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	1 095.7	1 030.3	645.6	752.6	1 008.2	1 818.7
EBIT	798.3	719.0	329.1	334.4	467.5	1 168.8
saldo finansowe	117.5	265.4	-433.4	-82.2	-165.6	-356.0
zysk przed opodatkowaniem	915.9	984.4	-104.3	252.2	301.9	812.8
podatek dochodowy	-181.2	-190.7	19.8	-47.9	-57.4	-154.4
Zysk udz. mniejsz.	-54.7	-30.2	-36.1	-28.3	-43.0	-47.4
zysk netto	679.9	763.5	-120.5	176.0	201.6	611.0
EPS	6.0	6.7	-1.1	1.5	1.8	5.4

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe	3 945.3	4 495.6	6 139.1	7 781.0	10 100.3	11 310.4
wartości niematerialne i prawne	55.9	65.0	62.4	59.9	57.5	55.2
rzeczowe aktywa trwałe	3 530.4	4 251.2	5 897.3	7 541.7	9 863.4	11 075.8
inwestycje długoterminowe	111.9	59.7	59.7	59.7	59.7	59.7
aktywa obrotowe	3 981.2	5 204.1	5 145.8	3 710.6	4 417.7	6 320.7
zapasy	1 707.4	2 588.4	3 176.6	2 273.4	2 866.1	3 901.9
należności	2 048.9	1 539.1	1 888.8	1 351.8	1 460.4	2 321.3
inwestycje krótkoterminowe	211.4	1 048.0	51.7	56.9	62.6	68.8
rozliczenia międzyokresowe	13.6	28.6	28.6	28.6	28.6	28.6
aktywa razem	7 926.5	9 699.7	11 284.9	11 491.6	14 518.0	17 631.1
kapitał własny	5 227.9	5 811.7	5 691.1	5 867.1	6 068.6	6 679.6
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 392.1	3 560.2	5 265.9	5 296.7	8 121.5	10 623.6
zobowiązania długoterminowe	750.7	1 216.2	1 838.5	2 602.5	5 204.8	6 371.6
zobowiązania krótkoterminowe	1 641.5	2 264.3	3 347.8	2 614.5	2 836.9	4 172.3
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	82.9	79.7	79.7	79.7	79.7	79.7
pasywa razem	7 926.5	9 699.7	11 284.8	11 491.6	14 517.9	17 631.0
BVPS	46.0	51.1	50.1	51.6	53.4	58.7

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	679.9	763.5	-120.5	176.0	201.6	611.0
amortyzacja	297.4	311.3	316.5	418.1	540.7	649.9
zmiana kapitału obrotowego	-319.3	251.6	-423.4	650.2	-541.5	-630.2
gotówka z działalności operacyjnej	654.4	201.8	289.7	1 244.3	200.7	630.6
inwestycje (capex)	-540.6	-1 048.1	-1 960.0	-2 060.0	-2 860.0	-1 860.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-721.5	-815.1	-1 960.0	-2 060.0	-2 860.0	-1 860.0
wypłata dywidendy	0.0	-40.9	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	98.5	855.9	674.0	820.9	2 664.9	1 235.6
gotówka z działalności finansowej	-78.2	479.8	674.0	820.9	2 664.9	1 235.6
FCF	117.4	278.4	-2 187.5	-815.7	-2 659.3	-1 229.4
DPS	0.00	-0.36	0.00	0.00	0.00	0.00
CEPS	8.6	9.5	1.7	5.2	6.5	11.1
FCFPS	1.0	2.4	-19.2	-7.2	-23.4	-10.8

Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	72.0	2.5	22.7	-28.4	8.0	58.9
zmiana EBITDA	36.2	-6.0	-37.3	16.6	34.0	80.4
zmiana EBIT	30.4	-9.9	-54.2	1.6	39.8	150.0
zmiana zysku netto	25.3	12.3	-115.8	-246.0	14.5	203.1
marża EBITDA	8.6	7.8	4.0	6.5	8.1	9.2
marża EBIT	6.2	5.5	2.0	2.9	3.8	5.9
marża netto	5.3	5.8	-0.7	1.5	1.6	3.1
sprzedaż/aktywa	161.6	135.4	142.8	100.4	85.8	112.3
dług / kapitał własny	9.6	9.6	23.4	35.7	48.7	91.0
odsetki / EBIT	14.7	36.9	-131.7	-24.6	-35.4	-30.5
stopa podatkowa	19.8	19.4	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	25.7	14.6	-2.1	3.1	3.4	10.1
ROA	16.9	9.6	-1.2	1.6	1.8	4.2
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-293	-293	-312	-1 982	-2 798	-5 457

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, handel

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analitik
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Radosław Łukaszczuk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Analitik
przemysł drzewny i materiałów budowlanych, motoryzacja, energetyka

Łukasz Kołaczkowski
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Analitik
media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analitik
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Marcin Deręgowski
+22 598 26 05
marcin.deregowski@millenniumdm.pl

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Krzysztof Solus
+22 598 26 66/7
krzysztof.solus@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny
+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Lotos	neutralnie	1 paź 08	26.9	26.5
Lotos	akumuluj	23 cze 08	28.0	32.3
Lotos	neutralnie	20 mar 08	33.7	36.1
Lotos	neutralnie	15 lis 07	44.0	46.6

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2008 roku

	Liczba rekomendacji	% udział	% udział
Kupuj	9	22%	1%
Akumuluj	9	22%	1%
Neutralnie	18	44%	1%
Redukuj	5	12%	0%
Sprzedaj	0	0%	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj			
Akumuluj	6	30%	2%
Neutralnie	10	50%	3%
Redukuj	2	10%	1%
Sprzedaj	2	10%	1%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.
Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Sygnyty, Wielton, Ergis od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN, Śrubex, Ciech, Sygnyty, Wielton, Ergis. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Sky Line, Konsorcjum Stali, Warfama, Kopex, Yawal od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.