

29 września 2009

Lotos

redukuj

branża paliwowa

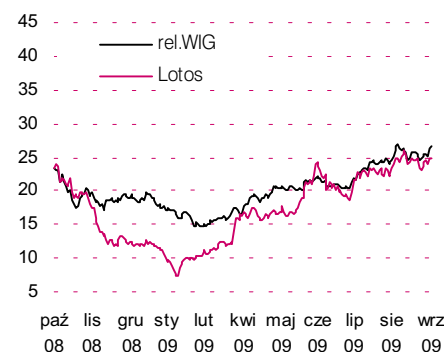
poprzednia rekomendacja: redukuj

Cena: 24.5

Cena docelowa: 20.4

Perspektywa kolejnego słabego kwartału

Wprawdzie zysk netto w I półroczu wyniósł 80.4 mln PLN, to jednak nie obrazuje on rzeczywistego wyniku z działalności. Strata EBIT wg LIFO wyniosła aż 169.2 mln PLN, z czego tylko 79.5 mln PLN było rezultatem jednorazowych strat związanych z postojem remontowym. Oznacza to, że przy obecnych marżach i cenach ropy, Lotos notuje straty z działalności operacyjnej. W III kwartale marża rafineryjna nieznacznie się odbiła, ale dyferencjał pozostawał niski. Ponieważ tylko nieznacznie zmieniliśmy naszą cenę docelową z 19.8 PLN do 20.4 PLN, utrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla akcji Lotosu. Rynek naszym zdaniem już dyskontuje efekty nowych inwestycji, które istotny wpływ będą miały dopiero od 2011 roku.



Brak perspektyw poprawy w krótkim terminie

W III kwartale nie będzie już remontów postojowych wpływających negatywnie na I półrocze. Jednak w wyniku słabych marż, szacujemy, że EBIT wyniesie zaledwie 15.3 mln PLN i to pomimo pozytywnego wpływu na zapasach na poziomie 52 mln PLN. Po raz kolejny pozytywnie wpłynie umocnienie się PLN, dzięki czemu zysk netto szacujemy na 323 mln PLN. Trudno oczekiwać silnej poprawy marż w kolejnym kwartale. Wprawdzie teoretyczne moce przerobowe rafinerii zwiększą się do 10.5 mln już pod koniec tego roku, jednak ze względu na słabe marże, Lotos zwiększy przerób dopiero po dokończeniu pozostałych instalacji w II połowie 2010.

13.5% pakiet dla inwestora branżowego

MSP chce sprzedać ok. 13.5% akcji Grupy Lotos inwestorowi branżowemu lub finansowemu związanemu z branżą w ciągu 12 miesięcy. Wybór preferowanego wariantu ma nastąpić najdalej do końca roku. Plusem inwestora byłby dostęp do złożeń. Skarb Państwa chce uniknąć sprzedaży walorów Lotosu na rzecz rozproszonego akcjonariatu na giełdzie. Oznacza to brak ryzyka, że MSP wpłynęłoby negatywnie na kurs. MSP chce sprzedać ok. 13.5% pakiet akcji, tak, aby nie zmniejszyć udziału Skarbu Państwa poniżej 51%. Wejście potencjalnego zagranicznego gracza branżowego mogłoby rozpocząć spekulacje o przejęcie w długim terminie.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	7.25/26
Liczba akcji (mln)	113.7
Kapitalizacja (mln PLN)	2 843
EV (mln PLN)	5 720
Free float (mln PLN)	1 171
Średni obrót (mln PLN)	11.2
Główny akcjonariusz	Skarb Państwa
% akcji, % głosów	58.8

	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-0.4	16.7	-4.6
Zmiana rel. WIG (%)	0.0	-10.7	-7.5

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 (%)
2008	16 294.7	-145.8	169.2	-504.2	-453.9	-4.0	-1.2	47.1	-6.3	0.5	-39.2	33.8	-8.1
2009p	13 850.5	126.7	597.2	372.0	277.2	2.4	6.6	49.5	10.3	0.5	55.8	11.8	5.0
2010p	16 174.3	416.8	1 000.7	158.6	74.6	0.7	5.8	50.2	38.1	0.5	23.1	9.6	1.3
2011p	25 820.8	1 138.7	1 802.3	695.4	509.3	4.5	10.3	54.6	5.6	0.5	10.0	6.3	8.5
2012p	26 150.6	1 530.9	2 213.4	975.1	735.9	6.5	12.5	60.9	3.9	0.4	7.0	4.8	11.2

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Słaby III kwartał, zysk tylko dzięki walucie

Wyniki Lotosu będą podobnie jak w II kwartale bardzo słabe i jedynie umacniający się PLN sprawi, że grupa pokaże zysk netto. Operacyjnie spółka będzie w okolicach zera mimo szacowanego przez nas zysku na zapasach na poziomie 52 mln PLN. I to mimo zakończenia postoju remontowego w rafinerii. Po remoncie platformy wzrośnie także nieznacznie wydobycie.

Należy jednak zwrócić uwagę, że warunki makroekonomiczne dla działalności rafineryjnej są w III kwartale jeszcze słabsze niż w II. Szacowana przez nas marża rafineryjna w III kwartale jest na bardzo niskim poziomie 4 USD/bbl, czyli nieznacznie (o 0.2 USD) lepiej kw/kw, ale zdecydowanie gorzej r/r (o 5.2 USD). Dyferencjał był najniższy od kilku lat i średnio wynosił 0.5 USD/bbl (1.3 USD niżej niż rok wcześniej i 0.1 USD niżej kw/kw). Decydujący dla pogorszenia marży kw/kw był spadek kursu USD/PLN o 11%. Szacowana przez wartość marży rafineryjnej + dyferencjał licząc w PLN jest średnio w III kwartale na poziomie 13.3 PLN/bbl w porównaniu do 24.1 USD/bbl w III kwartale 2008 i 14.4 PLN/bbl w II kwartale 2009.

Wstępnie szacujemy, że w III kwartale spółka wygeneruje EBITDA na poziomie 88.8 mln PLN w tym 52 mln PLN będzie wynikiem wzrostu wartości zapasów. Bez uwzględnienia tego czynnika EBITDA wyniosłaby 36.8 mln PLN. Segment rafineryjny będzie miał zaledwie 12 mln PLN zysku EBITDA (wg LIFO), a segment upstreamu 31 mln PLN. Będzie to zdecydowanie gorszy wynik niż rok wcześniej, gdy spółka wygenerowała 119.2 mln PLN EBITDA, w tym 24.1 mln PLN było efektem LIFO. W pierwszych trzech kwartałach prawie całość wyniku EBITDA będzie więc zrobiona wyłącznie na efekcie LIFO.

Prognoza III kwartału Grupy Lotos

	III kwartał 2008	III kwartał 2009	zmiana	I-III 2008	I-III 2009	zmiana
Przychody	4764.2	3723.0	-21.9%	11624.9	9887.5	-14.9%
EBITDA	119.2	88.8	-25.5%	406.7	389.4	-4.3%
EBITDA wg LIFO	95.1	36.8	-61.3%	125.6	15.0	-88.1%
EBIT	39.2	15.3	-61.0%	268.9	168.4	-37.4%
Zysk netto	-237.9	323.2	-235.9%	384.9	403.6	4.9%

Marże

Marża EBITDA	2.5%	2.4%	3.5%	3.9%
Marża EBIT	0.8%	0.4%	2.3%	1.7%
Marża netto	-5.0%	8.7%	3.3%	4.1%

Źródło: Grupa Lotos S.A., szacunki Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki w II kwartale 2009 na plusie dzięki efektowi LIFO

Wyniki grupy w II kwartale były pierwszymi od roku, w którym zarówno efekt LIFO i efekt na walutach istotnie poprawił zyski. Zyski na hedgingu i różnicach kursowych wyniosły 716.2 mln PLN, co praktycznie zniósło przeciwny efekt z I kwartału (na poziomie 762 mln PLN). Dzięki wzrostowi cen ropy Lotos miał dodatni efekt z przeszacowania zapasów, który zawyżył EBIT o 239.1 mln PLN. My zakładaliśmy dodatni efekt na zapasach na poziomie 256 mln PLN, a więc był on nieznacznie niższy. Oznacza to, że EBIT licząc według LIFO był dużo poniżej naszych oczekiwań (strata wyniosła 87.7 mln PLN w porównaniu z szacowanymi przez nas 24 mln PLN zysku). Wynik był także o 77 mln PLN poniżej oczekiwań rynkowych. EBIT liczony metodą LIFO był więc drugi raz z rzędu poniżej oczekiwań i za całe I półrocze strata EBIT wg LIFO wyniosła 168.9 mln PLN. Oznacza to, że księgowy wynik EBIT był wynikiem jedynie wzrostu cen ropy naftowej.

Saldo na działalności finansowej w II kwartale wyniosło 762 mln PLN, z czego 716 mln PLN to były różnice kursowe z przeszacowania kredytów i hedgingu. Był to wynik o 163 mln PLN lepszy niż szacowaliśmy, co wpłynęło na dużo wyższy (o 113 mln PLN) wynik netto niż oczekiwaliśmy. Wyniki II kwartału, podobnie jak dwa poprzednie były pod wpływem bardzo dużych ujemnych różnic kursowych. Tym razem zakryty został bardzo słaby wynik operacyjny pozytywnym efektem LIFO i różnicami kursowymi.

Wyniki Lotosu za II kwartał 2009 vs prognoza

młn PLN	II kwartał 2008	II kwartał 2009	zmiana	prognoza Millennium	wynik vs. prognoza
Przychody	4 217.9	3 447.9	-18.3%	3 455.0	-0.2%
EBITDA	461.8	225.6	-51.1%	356.0	-36.6%
EBIT	381.8	151.4	-60.3%	280.0	-45.9%
Zysk netto	396.5	739.4	86.5%	626.1	18.1%
Marże					
Marża EBITDA	10.9%	6.5%		10.3%	
Marża netto	9.4%	21.4%		18.1%	

Źródło: Grupa Lotos S.A., szacunki Millennium Dom Maklerski S.A.

Skonsolidowane wyniki Lotosu

	II kwartał 2009*	II kwartał 2008	zmiana	I półrocze 2009	I półrocze 2008	zmiana
Przychody	3447.9	4217.9	-18.3%	6164.5	7779.4	-20.8%
EBITDA	225.6	461.8	-51.1%	300.6	638.2	-52.9%
EBIT	151.4	381.8	-60.3%	153.1	480.4	-68.1%
Zysk netto	739.4	396.5	86.5%	80.4	665.9	-87.9%
Marże						
Marża EBITDA	6.5%	10.9%		4.9%	8.2%	
Marża EBIT	4.4%	9.1%		2.5%	6.2%	
Marża netto	21.4%	9.4%		1.3%	8.6%	

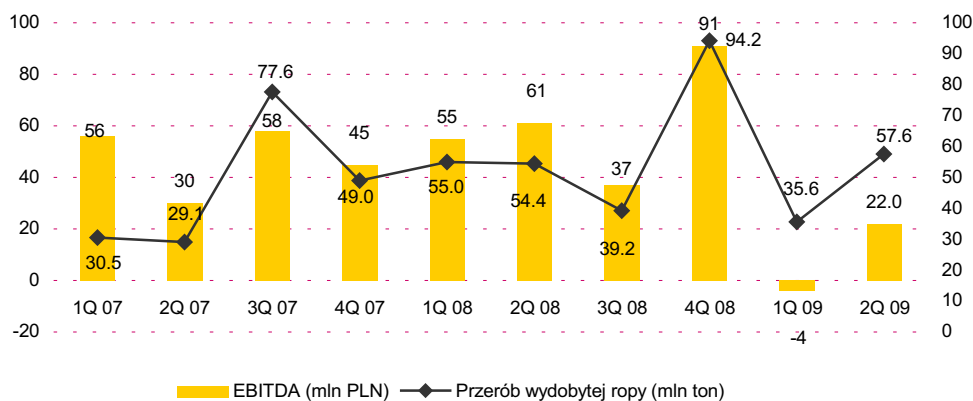
Wg MSR/MSSF; młn PLN; * wyniki pro forma (obliczenia Millennium Dom Maklerski S.A.)

Segmenty działalności

Segment wydobywczy

Segment wydobywczy pokazał w II kwartale po raz kolejny słabe rezultaty. Było to związane z mniejszą produkcją oraz dodatkowymi kosztami w wyniku wcześniejszej awarii platformy PG-1. Prace naprawcze zostały zakończone, dlatego w III kwartale można oczekiwać zwiększonego wydobycia oraz przerobu ropy w rafinerii. Przerób ropy z Petrobalticu wyniósł 57.6 tys. ton. W II kwartale odbiła się cena ropy w porównaniu z dwoma poprzednimi (1,430 PLN/t, wzrost o 25% kw/kw). EBITDA segmentu wyniosła 22 młn PLN w porównaniu z 4 młn PLN straty w I kwartale oraz 61 młn PLN zysku rok wcześniej. Lotos cały czas ponosi straty z działalności w Norwegii. Nastąpiło również kolejne przesunięcie w rozpoczęciu wydobycia ropy z projektu Yme z IV kwartału na przełom I i II kwartału 2010 (pierwotne plany zakładały nawet 190 tys. ton wydobytych w Norwegii w 2009 roku).

Segment wydobywczy grupy Lotos



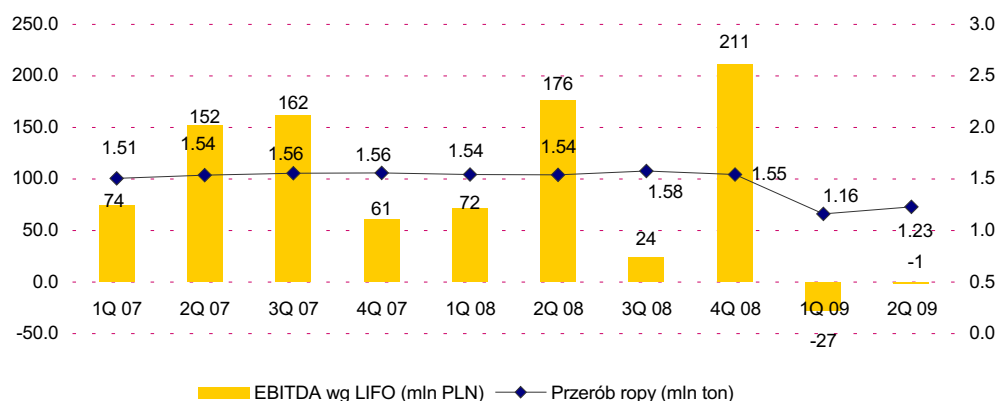
Źródło: Lotos S.A.

Segment rafineryjny

Spółka przerobiła w III kwartale 1,229 tys. ton ropy, co oznacza 22% niższy poziom od mocy przerobowych. Lotos od połowy marca do połowy kwietnia przeprowadzał remont postojowy, w trakcie którego rafineria całkowicie była wyłączona z pracy. Koszty remontu postojowego oraz utraconą przez postój marżę, spółka szacuje na 79.5 mln PLN (w całym I półroczu). Segment produkcji i handlu wygenerowały 238 mln PLN zysku EBITDA, co było wynikiem lepszym od naszych szacunków (szacowaliśmy 205 mln PLN), a po uwzględnieniu różnic w oczekiwanym efekcie LIFO, EBITDA była lepsza również o 25 mln PLN od naszych oczekiwań. Pozytywnym zaskoczeniem był dla nas o 6% kw/kw wyższy przerób (zakładaliśmy taki sam poziom jak w I kwartale).

Marża rafineryjna spadła do 3.8 USD/bbl z 7.9 USD/bbl, a dyferencjał do 0.6 USD/bbl z 3.7 USD/bbl rok wcześniej i w niewielkim stopniu zostało to zrekompensowane wzrostem kursu USD/PLN z 2.18 do 3.27. Oznacza to, że marża + dyferencjał licząc w PLN spadła do poziomu 14.4 PLN w porównaniu z 25.3 PLN rok wcześniej. Oprócz słabszych wolumenów, warunki makro były głównym winnym słabego wyniku rafinerii.

Segment rafineryjny grupy Lotos



Źródło: Lotos S.A.

Segment detaliczny

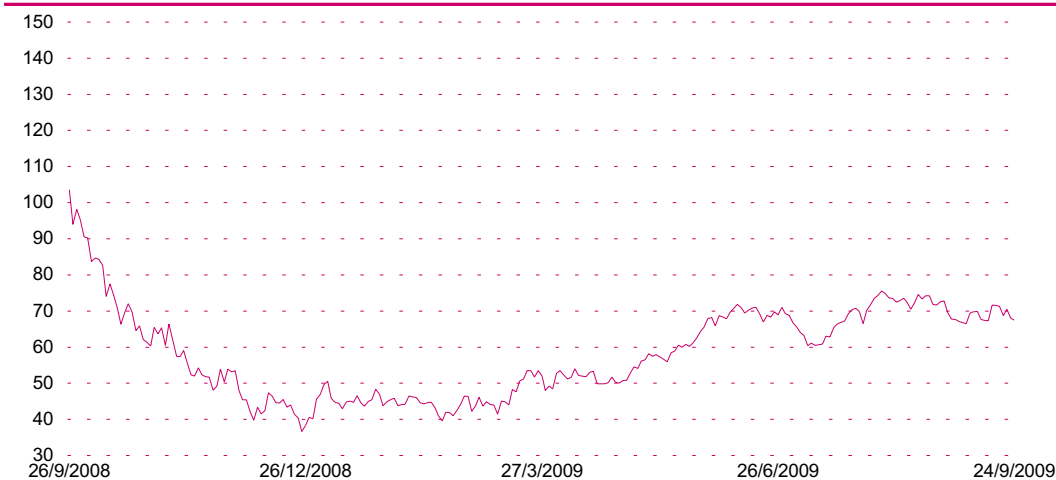
Wynik segmentu detalicznego systematycznie się poprawia i EBITDA wyniosła 16 mln PLN. Wynik więc był dużo lepszy r/r (rok wcześniej Lotos miał 3 mln PLN EBITDA), a w I kwartale zysk EBITDA wyniósł 8 mln PLN. Po I półroczu EBITDA wyniosła tyle, co w całym 2008 roku. Widoczny jest więc systematyczny, choć powolny postęp w segmencie detalicznym. W II kwartale 2008 przybyła 1 stacja własna, i na koniec kwartału liczba stacji własnych wyniosła 142 oraz 5 stacji partnerskich (i ich liczba wynosi 89). Sugeruje to dalszą perspektywę poprawy.

Segment detaliczny grupy Lotos



Źródło: Lotos S.A.

Cena ropy Brent w Londynie (USD/bbl)



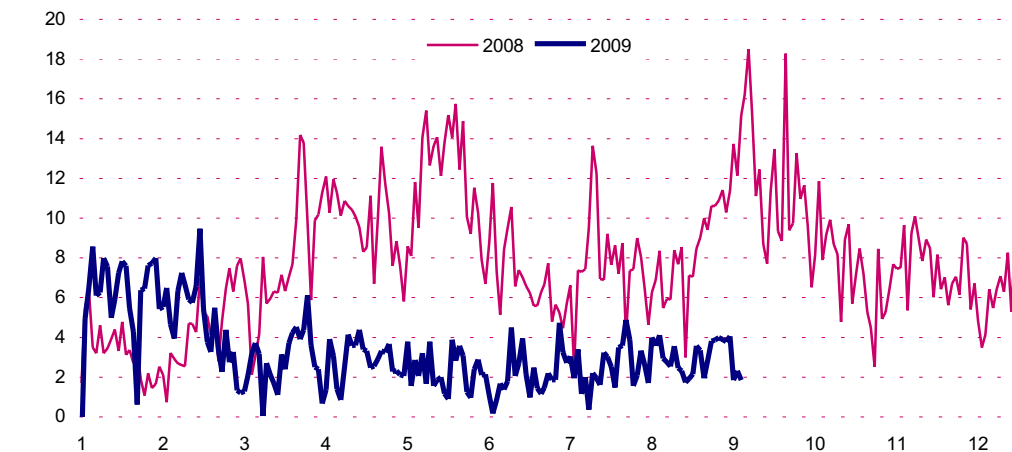
Źródło: Bloomberg

Dyferencjał Brent-Ural (USD/bbl)



Źródło: Bloomberg

Modelowa marża rafineryjna dla grupy Lotos (USD/bbl)



Źródło: Bloomberg, Millennium DM, założenia: przychody (13% benzyna + 10% Nafta + 10% JET+ 44% Diesel + 17%COO) - koszty (100% ropa naftowa)

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 2,910 mln PLN, czyli 25.6 PLN na akcję. Natomiast w oparciu o metodę porównawczą do spółek paliwowych wyceniamy na 1,725 mln PLN (15.2 PLN na akcję). Obu metodom przypisujemy jednakową wagę. Średnia tych wycen implikuje końcową wycenę na poziomie 2,318 mln PLN, czyli 20.4 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 kilkakrotnie aktualną kapitalizację Lotosu. W związku z inwestycjami należy oczekiwać dużych ujemnych przepływów gotówkowych w najbliższych latach.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Grupy Lotos (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	2 910	25.6
Wycena porównawcza do spółek paliwowych	1 725	15.2
Wycena Grupy Lotos	2 318	20.4

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2009-2018,

- ☐ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ☐ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2018 roku na poziomie 5%,
- ☐ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ☐ Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- ☐ Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2018 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 400 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	52.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
Dyferencjał (USD/bbl)	3.2	2.5	1.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Marża rafineryjna w Lotosie (USD/bbl)	5.8	7.2	4.0	6.0	8.0	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
USD/PLN	2.8	2.4	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2

Wycena spółki metodą DCF

mIn PLN	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	>2018
sprzedaż	13 850	16 174	25 821	26 151	26 230	26 305	26 376	26 443	26 505	26 563	
EBIT (1-T)	103	338	922	1 240	1 223	1 224	1 226	1 227	1 229	1 230	
amortyzacja	471	584	664	683	684	685	686	687	687	688	
inwestycje	-2 160	-2 560	-1 260	-800	-750	-730	-710	-690	-689	-688	
zmiana kap.obrotowego	-421	-672	-1 640	-56	-13	-13	-12	-11	-11	-10	
FCF	-2 008	-2 311	-1 314	1 066	1 143	1 166	1 189	1 213	1 216	1 220	15 652
zmiana FCF		n.a.	n.a.	n.a.	7.2%	2.0%	2.0%	1.9%	0.3%	0.3%	1.0%
dług/kapitał	43.2%	54.6%	58.0%	53.8%	48.9%	43.9%	38.7%	33.2%	27.7%	21.9%	21.9%
stopa wolna od ryzyka	4.7%	5.4%	5.7%	5.9%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.2%	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	5.7%	6.4%	6.7%	6.9%	7.0%	7.0%	7.1%	7.1%	7.1%	7.2%	6.0%
koszt kapitału	9.7%	10.4%	10.7%	10.9%	11.0%	11.0%	11.1%	11.1%	11.1%	11.2%	10.0%
WACC	7.5%	7.6%	7.7%	8.0%	8.4%	8.7%	9.0%	9.3%	9.6%	10.0%	8.9%
PV (FCF)	(1972)	(2109)	(1113)	829	813	754	694	636	569	505	6482
Wartość DCF (mIn PLN)	6089.3		w tym wartość rezydualna			6482					
Dług(-)/gotówka(+)/netto	-2877.5										
Wycena DCF (mIn PLN)	3211.8										
Wartość udz. mniejsz.	-301.3										
Liczba akcji (mIn)	113.7										
Wycena 1 akcji (PLN)	25.6										

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%	21.1	24.7	28.8	33.5	38.9	45.2	52.7
	4.5%	18.3	21.5	25.2	29.3	34.0	39.5	45.9
	5.0%	15.8	18.7	21.9	25.6	29.8	34.5	40.1
	5.5%	13.5	16.1	19.0	22.3	26.0	30.2	35.1
	6.0%	11.4	13.8	16.5	19.4	22.7	26.5	30.7

Źródło: Millennium DM

Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość Lotosu na 2,910 mIn PLN, czyli 25.6 PLN na akcję.

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		
	2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p
MOL	6.0	5.2	4.4	11.4	9.1	7.0	16.0	9.1	7.5
OMV	4.3	3.4	2.9	7.8	5.4	4.5	10.6	6.9	5.7
Petrom	8.9	6.8	6.0	19.8	13.0	10.2	13.5	11.0	8.3
Rompetrol Reafinare	10.8	10.2	10.5	25.5	22.7	24.3	44.5	28.3	31.1
Tupras	6.3	5.6	4.7	7.8	6.9	5.8	10.0	8.4	7.6
PKN	5.2	4.6	3.7	13.7	11.1	7.6	17.4	8.2	6.1
Mediana	6.1	5.4	4.6	12.6	10.1	7.3	14.7	8.8	7.6
Wyniki spółki (mln PLN)	597	1 001	1 802	127	417	1 139	277	75	509
Wycena na podstawie wskaźników (mln PLN)	478	871	3 708	-1 588	-323	3 785	4 084	654	3 859
Wycena Grupy Lotos (mln PLN)	1 725								
Wycena 1 akcji (PLN)	15.2								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Opierając się na metodzie porównawczej, szacujemy wartość Lotosu na 1,725 mln PLN, czyli 15.2 PLN na akcję.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
przychody netto ze sprzedaży	13 132.5	16 294.7	13 850.5	16 174.3	25 820.8	26 150.6
Koszty wytworzenia	-11 359.5	-15 287.3	-12 587.8	-14 564.7	-23 429.6	-23 304.7
Koszty sprzedaży	-696.4	-737.4	-774.3	-813.0	-853.6	-896.3
Koszty ogólnego zarządu	-327.2	-344.5	-361.7	-379.8	-398.8	-418.7
Zysk (strata) na sprzedaży	749.4	-74.5	126.7	416.8	1138.7	1530.9
Pozostała działalność operacyjna	-30.4	-71.3	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	1 030.3	169.2	597.2	1 000.7	1 802.3	2 213.4
EBIT	719.0	-145.8	126.7	416.8	1 138.7	1 530.9
saldo finansowe	265.4	-358.4	245.3	-258.2	-443.4	-555.7
zysk przed opodatkowaniem	984.4	-504.2	372.0	158.6	695.4	975.1
podatek dochodowy	-190.7	114.3	-70.7	-30.1	-132.1	-185.3
Zysk udz. mniejsz.	-30.2	-64.0	-24.1	-53.9	-53.9	-53.9
zysk netto	763.5	-453.9	277.2	74.6	509.3	735.9
EPS	6.7	-4.0	2.4	0.7	4.5	6.5

Bilans (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
aktywa trwałe	4 495.6	7 016.7	8 706.1	10 682.2	11 278.6	11 296.1
wartości niematerialne i prawne	65.0	56.0	53.8	51.6	49.5	47.6
rzeczowe aktywa trwałe	4 251.2	6 724.6	8 416.3	10 394.5	10 993.1	11 012.5
inwestycje długoterminowe	59.7	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2
aktywa obrotowe	5 204.1	5 100.4	3 970.7	4 949.6	7 848.8	8 053.6
zapasy	2 588.4	2 454.9	2 216.1	2 911.4	4 647.7	4 707.1
należności	1 539.1	1 559.9	1 662.1	1 940.9	3 098.5	3 138.1
inwestycje krótkoterminowe	1 048.0	1 041.0	47.9	52.7	58.0	163.8
rozliczenia międzyokresowe	28.6	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
aktywa razem	9 699.7	12 117.1	12 676.8	15 631.8	19 127.4	19 349.6
kapitał własny	5 811.7	5 350.9	5 628.1	5 702.7	6 212.0	6 925.2
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 560.2	6 380.5	6 662.9	9 543.4	12 529.7	12 038.7
zobowiązania długoterminowe	1 216.2	3 718.4	4 031.3	6 556.9	8 231.2	7 633.5
zobowiązania krótkoterminowe	2 264.3	2 358.2	2 327.8	2 682.6	3 994.7	4 101.3
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	79.7	303.9	303.8	303.8	303.8	303.8
pasywa razem	9 699.7	12 117.1	12 676.7	15 631.7	19 127.4	19 349.6
BVPS	51.1	47.1	49.5	50.2	54.6	60.9

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
wynik netto	763.5	-453.9	277.2	74.6	509.3	735.9
amortyzacja	311.3	315.0	470.5	583.9	663.5	682.6
zmiana kapitału obrotowego	251.6	206.6	-421.0	-672.1	-1 639.9	-56.1
gotówka z działalności operacyjnej	201.8	318.6	806.1	-13.5	-467.0	1 362.4
inwestycje (capex)	-1 048.1	-2 485.8	-2 160.0	-2 560.0	-1 260.0	-700.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-815.1	-2 424.0	-2 160.0	-2 560.0	-1 260.0	-700.0
wypłata dywidendy	-40.9	0.0	0.0	0.0	0.0	-22.7
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	855.9	2 558.4	360.9	2 578.3	1 732.3	-533.9
gotówka z działalności finansowej	479.8	1 969.0	360.9	2 578.3	1 732.3	-556.6
FCF	278.4	-2 418.1	-1 833.2	-2 573.5	-1 727.0	662.4
DPS	-0.36	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.20
CEPS	9.5	-1.2	6.6	5.8	10.3	12.5
FCFPS	2.4	-21.3	-16.1	-22.6	-15.2	5.8

Wskaźniki (%)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
zmiana sprzedaży	2.5	24.1	-15.0	16.8	59.6	1.3
zmiana EBITDA	-6.0	-83.6	253.0	67.6	80.1	22.8
zmiana EBIT	-9.9	-120.3	-186.9	229.0	173.2	34.4
zmiana zysku netto	12.3	-159.4	-161.1	-73.1	582.8	44.5
marża EBITDA	7.8	1.0	4.3	6.2	7.0	8.5
marża EBIT	5.5	-0.9	0.9	2.6	4.4	5.9
marża netto	5.8	-2.8	2.0	0.5	2.0	2.8
sprzedaż/aktywa	135.4	134.5	109.3	103.5	135.0	135.1
dług / kapitał własny	9.6	23.4	73.2	76.0	120.3	138.3
odsetki / EBIT	36.9	245.8	193.6	-61.9	-38.9	-36.3
stopa podatkowa	19.4	22.7	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	14.6	-8.1	5.0	1.3	8.5	11.2
ROA	9.6	-4.7	2.3	0.6	3.3	3.8
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-293	-312	-2 878	-4 231	-6 805	-8 532

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

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

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

Analityk
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

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

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Marcin Deręgowski
+22 598 26 05
marcin.deręgowski@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.przytuła@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.

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.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Lotos	redukuj	10 cze 09	23.1	19.8
Lotos	redukuj	3 kwi 09	16.5	14.4
Lotos	neutralnie	15 gru 09	12.1	12.6
Lotos	neutralnie	1 paź 08	26.9	26.5
Lotos	akumuluj	23 cze 08	28.0	32.3

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2009 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	4	11%
Akumuluj	12	34%
Neutralnie	10	29%
Redukuj	6	17%
Sprzedaj	3	9%

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

Kupuj	5	17%
Akumuluj	9	30%
Neutralnie	9	30%
Redukuj	6	20%
Sprzedaj	1	3%

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