

Wzrost wyceny

Podnosimy cenę docelową wg modelu DCF do 65,0 PLN z 52,0 PLN (+25%), głównie dzięki zmianie założeń makro dla sektora ropy/rafinacji, dodatniej rewizji rezerw 2P (+14%), niższemu zakładanemu CAPEX (-8%) i aktualizacji modelu o wyniki za 1H17. Skorygowany szacowany EPS na 2017P-19P wzrósł średnio o 26%. Doceniamy potencjał realizacji wartości przez Lotos w horyzoncie 1-3 lat dzięki nowemu projektowi downstream (EFRA) i zakładanej koniunkturze makro ropy w średnim terminie, co łącznie powinno pozwolić spółce wejść w fazę „żniw” i zwiększyć dywidendy w nadchodzących latach. Obniżamy jednak rekomendację do TRZYMAJ (z KUPUJ) w horyzoncie 12 mc-y w obliczu niepewności co do marż rafineryjnych i cen ropy.

Modyfikacja założeń makro. Zakładamy, że cena ropy wyniesie 53,0 USD/bbl w 2017P (poprz. 54,5 USD/bbl), w 2018P 57,5 USD/bbl (poprz. 60 USD/bbl) i 65 USD/bbl od 2020 (bez zmian). Zakładaną marżę rafineryjną Lotosu w latach 2017P-19P podnosimy średnio do 8,0 USD/bbl (z 7,7 USD/bbl) z uwagi na zmiany marż paliw i lepszy zakładany mix produktowy. W okresie 2017P-19P zakładamy wzrost przerobu ropy o 1% i 5% wyższe wolumeny rafineryjne. Z drugiej strony zakładamy, że w 2017P-19P kurs USD/PLN wyniesie średnio 3,74 (poprz. 3,97). **Szczegółowe dane operacyjne i finansowe znajdują się na stronie 2.**

Wzrost skorygowanej EBITDA (skorygowanego EPS) w 2017P-19P średnio o 9% (26%). Skorygowana EBITDA w 2017P powinna wynieść 2,61 mld PLN (poprz. 2,56 mld PLN). Na lata 2018P i 2019P podnosimy szacowaną EBITDA odpowiednio do 2,83 mld PLN (+8%) i 3,2 mld PLN (+16%) z uwagi na lepsze wyniki downstream (+9%) i upstream (+10%). **W efekcie podnosimy szacowany skorygowany EPS na 2017P-19P do średnio 7,6 PLN (poprz. 6,1 PLN).**

Projekt EFRA pozwoli przejść do fazy „żniw”. Lotos zamierza uruchomić projekt DCU w 2H18. Szacujemy, że zwiększy on kompleksowość przerobu ropy o 1,7 USD/bbl, dodając 0,6 mld PLN do rocznej EBITDA. Dzięki uruchomieniu projektu DCU, który powinien mocno wspierać generację FCF (stopę FCF/DVD na lata 2017P-19P szacujemy na 9%/2%).

Strategiczne cele w segmencie upstream niemożliwe bez M&A. Nasz model na lata 2017P-19P zakłada nieco wyższe wolumeny upstream, niż przewidywaliśmy poprzednio (22 kb/d vs 18 kb/d) głównie z uwagi na rewizję rezerw ropy i gazu (+14%). Nasze dane modelowe są niższe niż oficjalne prognozy Lotosu na rok 2018 (30-50 kb/d). Uważamy, że realizacja celów spółki jest niemożliwa bez działań M&A.

Wycena. Wg naszych szacunków Lotos wyceniany jest wg następujących wskaźników: 2017P (18P) P/E 9,3x (8,8x); EV/DACF 9,1x (6,7x) i EV/EBITDA 6,4x (5,8x). **Cena akcji Lotosu na podstawie wyceny fundamentalnej w modelu DCF wynosi 65 PLN (potencjał wzrostu 3,4%).**

młn PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	22 709	20 931	23 928	26 248	28 283
EBITDA	1 138	2 922	2 596	2 833	3 196
Skorygowana EBITDA	2 156	2 589	2 611	2 833	3 196
EBIT	423	1 855	1 751	1 948	2 296
Zysk netto	-263	1 015	1 256	1 317	1 634
Skorygowany zysk (strata) netto	327	1 204	1 269	1 317	1 634
P/E	nm	5,5	9,3	8,8	7,1
P/BV	0,4	0,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	9,6	4,0	6,4	5,8	4,9
EPS	-1,42	5,49	6,80	7,12	8,84
DPS	0,00	0,00	1,00	1,20	1,40
FCF	-	-	-257	237	1 065
CAPEX	1 419	1 287	1 850	1 850	1 325

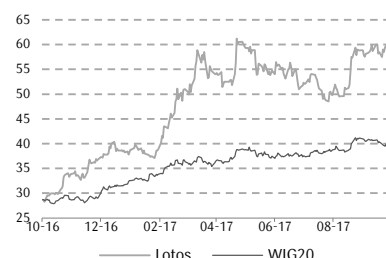
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	63,02
Upside	3%
Liczba akcji (mn)	184,87
Kapitalizacja (młn PLN)	11 650,70
Free float	47%
Free float (młn PLN)	5 453,69
Free float (młn USD)	1 490,55
EV (młn PLN)	16 504,44
Dług netto (młn PLN)	4 853,75

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Skarb państwa	53,19
NN OFE	5,73
PZU OFE	5,02
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Kupuj	21-02-17 52,00
Trzymaj	08-04-16 28,10

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-3,0%	7,0%
3 miesiące	6,5%	21,9%
6 miesięcy	9,1%	16,7%
12 miesięcy	39,3%	123,9%
Min 52 tyg. PLN		28,28
Max 52 tyg. PLN		63,02
Średni dzienny obrót młn PLN		18,27

Analityk	
Tomasz Kasowicz	
+48 22 521 79 41	
tomasz.kasowicz@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Co się zmieniło:

- Podnieśliśmy cenę docelową do 65,0 PLN z 52,0 PLN za akcję
- Zwiększyliśmy przerób ropy w latach 2017P-26P o 1%
- Zwiększyliśmy wolumeny sprzedażowe rafinerii w latach 2017P-26P o 4%
- Obniżyliśmy wolumeny sprzedaży w segmencie detalicznym o 14% w latach 2017F-26F
- Podnosimy nasze szacunki marży rafinerijnej na lata 2017P-26P do USD 8.4/bbl (poprzednio USD 7.9/bbl)
- Wolumeny produkcyjne segmentu upstream podniesione o 11% w latach 2017P-26P
- Zakładamy śr. produkcję węglowodorów w latach 2017P-26P na 18.5kboe/d (+10%)
- Szacunek śr. spreadu ropy ciężkiej/lekkiej obniżone do USD 1.5/bbl z USD 1.6/bbl w latach 2017P-26P
- Podnosimy nasze szacunki skor. EBITDA LIFO w latach 2017P-26P o 1,8 mld PLN
- Podnosimy nasze szacunki skor. Zysku netto w latach 2017P-26P o 2,0 mld PLN
- Skorygowany średni EPS na lata 2017P-26P podniesiony do 8,8 PLN z 7,7 PLN
- Cena ropy w 2017(18)P zmieniona na USD 53.0(57.5)/bbl z USD 54.5(60.0)/bbl
- Kurs USD/PLN w latach 2017P-26P zmieniamy na 3,71 z 4,0
- Capex netto obniżamy na lata 2017P-26P obniżamy o 8%

Kluczowe założenia w zakresie wyników i wyceny

Poniższa tabela przedstawia szczegółowo szacowane wyniki operacyjne Lotos w latach 2017P-22P oraz powiązane z nimi czynniki i założenia makroekonomiczne. Dalej przedstawione zostały główne zmiany w modelu stosunku do poprzedniego raportu, wycena i rekomendacja dotycząca akcji.

PLN mn	2 015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
EBITDA LIFO oczyszczona	2 156	2 589	2 611	2 833	3 196	3 244	3 309	3 147
Rafineria i detal	1 780	1 891	1 757	2 005	2 366	2 321	2 323	2 127
Rafineria	1 668	1 745	1 651	1 891	2 238	2 185	2 183	1 982
Detal	112	146	105	114	128	136	140	145
Wydobycie	344	688	856	828	831	924	986	1 021
Inne	32	10	-2	0	0	0	0	0
Zysk netto LIFO	327	1 204	1 269	1 317	1 634	1 656	1 712	1 593
Przerób ropy w mln t*	10,2	10,4	9,8	10,5	10,5	10,5	10,5	10,0
Sprzedaż rafineria w mln t*	9,5	9,9	9,8	10,3	10,3	10,3	10,3	9,8
Sprzedaż w detal mln t*	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
Marża rafinerijna w USD/bbl	7,8	6,8	7,1	7,8	8,9	8,6	8,6	8,6
Dyferencjał Brent Ural USD/bbl	1,9	2,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
<i>Benzyna crack USD/t</i>	176	142	153	155	158	158	158	158
<i>Nafta crack USD/t</i>	65	51	59	53	53	53	53	53
<i>Olej Napędowy crack USD/t</i>	114	71	86	88	89	89	89	89
<i>Lekki Olej Opałowy crack USD/t</i>	96	64	72	66	66	66	66	66
<i>Paliwo lotnicz crack USD/t</i>	129	94	102	98	98	98	98	98
<i>Ciężki Olej Opałowy crack USD/t</i>	-140	-125	-103	-100	-125	-150	-150	-150
Ropa Brent USD/bbl	52,5	43,7	53,0	57,5	62,5	65,0	65,0	65,0
Sprzedaż ropy naftowej w tys ton	309	472	464	517	546	559	550	576
<i>Polska</i>	171	229	225	270	340	336	332	328
<i>Norwegia</i>	90	194	195	200	160	178	173	204
<i>Litwa</i>	49	49	44	47	46	45	44	44
Sprzedaż gazu ziemnego w mln m3	279	811	779	713	440	542	674	669
<i>Polska</i>	8	6	15	26	23	146	250	239
<i>Norwegia</i>	272	804	765	688	418	397	424	429
Produkcja węglowodorów w kb/d	11,9	26,7	24,1	22,7	18,6	18,4	18,7	19,3
Produkcja węglowodorów w mln boe	4,3	9,5	8,8	8,3	6,8	6,7	6,8	7,0
Rezerwy 2P	66,8	72,7	65,5**					
USD/PLN	3,78	3,95	3,81	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
EUR/PLN	4,18	4,37	4,26	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25

*Spadek przerobu w latach 2017P i 2022P wynika z planowanego gruntownego przestoju remontowego

**Dane na 30 Czerwca 2017

Wycena

Model DCF

Model DCF bazuje na naszych prognozach na lata 2018P-27P. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC w wysokości 8,5% (średnia 2018P-27P) i wartości rezydualnej w ujęciu bezterminowym. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla spółki na dzień 31 grudnia 2017 r. i odejmujemy prognozowany dług netto na dzień 31 grudnia 2017 r. Faza II wyceny jest powiększona o 556 mln PLN. Wartość ta to skumulowany cash flow z działalności upstream uzyskany po okresie szczegółowej prognozy (po 2027P). Dodatkowo dodajemy 289 mln PLN jako wartość pakietu w projekcie YME. Następnie odejmujemy 1,17 mld PLN reprezentującą wartość zobowiązań likwidacyjnych w segmencie upstream.

W dalszej kolejności podzieliśmy wartość kapitału własnego przez liczbę udziałów i dodaliśmy do wyniku koszt kapitału własnego. W efekcie uzyskaliśmy cenę docelową, która odzwierciedla naszą wycenę akcji zgodnie z prognozą w horyzoncie 12 miesięcy. Z wyceny DCF uzyskaliśmy cenę docelową w wysokości 65,0 PLN na akcję, co implikuje potencjał wzrostu rzędu 3,4% względem obecnej ceny rynkowej. W efekcie obniżamy naszą rekomendację do Trzymaj z Kupuj dla akcji Lotos.

Model DCF												
mln PLN	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027P<
EBIT	1 765,6	1 947,6	2 296,0	2 316,7	2 354,6	2 186,8	2 288,2	2 267,0	2 219,6	2 199,8	2 203,8	1 712,1
Stopa podatkowa	31%	26%	24%	25%	25%	26%	24%	23%	23%	22%	22%	19%
NOPLAT	1 224,9	1 442,5	1 751,7	1 746,9	1 774,0	1 623,8	1 747,1	1 737,7	1 718,2	1 712,9	1 717,3	1 386,8
CAPEX	1 850,0	1 850,0	1 325,0	1 125,0	1 125,0	1 125,0	1 056,1	1 008,5	959,7	930,0	914,4	910,6
Amortyzacja	845,2	885,2	900,4	927,2	954,9	960,6	920,9	910,6	886,0	877,8	877,6	910,6
Zmiany w kapitale obrotowym	477,0	241,1	262,1	182,6	34,4	-164,1	184,9	15,1	7,6	16,6	-14,3	55,4
FCF	-256,9	236,6	1 065,0	1 366,6	1 569,5	1 623,4	1 427,0	1 624,7	1 636,9	1 644,2	1 694,9	1 331,4
WACC	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,92	0,85	0,78	0,72	0,67	0,61	0,57	0,52	0,48	0,44	0,41
DFCF	0,0	218,4	906,4	1 072,4	1 135,1	1 081,9	875,9	918,5	852,3	788,4	748,5	0,0
Wzrost w fazie II	1,0%											
Suma DFCF - Faza I	8 597,8											
Suma DFCF - Faza II	8 290,2											
Wartość Firmy (EV)	16 888,0											
Dług netto	4 853,7											
Projekt YME	288,8											
Zobowiązania likwidacyjne	1 174,3											
Udziały mniejszości	0,1											
Wartość godziwa	11 148,8											
Liczba akcji (mln szt.)	184,9											
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2016	60,3											
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	65											
Cena bieżąca	63,02											
Dywidenda												
Oczekiwana stopa zwrotu	3,4%											

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027P<
Stopa wolna od ryzyka	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	30,6%	25,9%	23,7%	24,6%	24,7%	25,7%	23,6%	23,3%	22,6%	22,1%	22,1%	19,0%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,7%	10,2%	9,8%	9,4%	9,0%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Koszt długu	3,7%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,4%
Waga kapitału własnego	62,6%	64,9%	70,6%	77,0%	83,9%	90,5%	93,8%	94,2%	94,5%	94,8%	95,1%	95,1%
Waga długu	37,4%	35,1%	29,4%	23,0%	16,1%	9,5%	6,2%	5,8%	5,5%	5,2%	4,9%	4,9%
WACC	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	7,6%	65	68	72	76	81
	8,1%	62	65	68	72	76
	8,6%	60	62	65	68	72
	9,1%	58	60	62	65	68
	9,6%	56	58	60	62	65

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza

Ważona wycena porównawcza w oparciu o skorygowane mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2017P- 2019P implikuje cenę akcji Lotos w wysokości **78,9 PLN**. Wycena wskaźnikowa oparta wyłącznie w porównaniu do spółek z grupy International oil companies (IOCs) w oparciu o mnożnik EV/DACF na lata 2017P-19P implikuje wycenę akcji Lotos na poziomie **71,7 PLN**.

Spółki oil&gas: wskaźniki

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Downstream						
Hellenic Petroleum	6,3	8,4	9,6	5,3	5,9	6,0
Motor Oil Hellas	6,8	9,5	10,3	4,5	4,7	4,9
Tupras	7,9	8,9	9,3	6,3	6,7	7,1
Saras SpA	11,0	13,5	16,7	3,8	4,2	4,5
Neste Oyj	14,0	14,0	13,9	7,7	7,9	7,6
Valero Energy Corp	17,5	13,8	13,3	7,4	6,5	6,6
International oil companies (IOCs)						
TOTAL SA	13,2	12,5	11,6	6,5	5,7	5,3
Royal Dutch Shell	17,5	15,7	13,9	6,6	5,9	5,4
Statoil	16,8	18,1	15,9	3,8	3,7	3,4
BP	22,6	17,4	14,6	6,3	5,7	5,1
Eni	23,7	19,6	17,1	4,6	4,1	3,7
Galp Energia	23,3	22,5	19,5	8,6	7,8	6,5
Repsol	10,8	10,9	10,6	5,2	4,9	4,5
CEE O&G						
PKN (DM PKO BP)	9,3	10,4	12,0	5,9	6,0	6,5
PGNiG (DM PKO BP)	12,9	11,5	11,1	5,8	5,3	5,1
MOL (DM PKO BP)	8,4	8,8	8,7	4,7	4,5	4,2
OMV (DM PKO BP)	11,3	11,9	12,3	6,4	4,4	4,2
MEDIANA DOWNSTREAM	9,5	11,5	11,8	5,8	6,2	6,3
MEDIANA IOCs	17,5	17,4	14,6	6,3	5,7	5,1
MEDIANA CEE O&G	10,3	11,0	11,6	5,9	4,9	4,7
MEDIANA	12,9	12,5	12,3	5,9	5,7	5,1
LOTOS (DM PKO BP)	9,3	8,8	7,1	6,4	5,8	4,9
Premia/dyskonto do prognoz PKO DM	-2%	-23%	-40%	10%	-6%	-23%

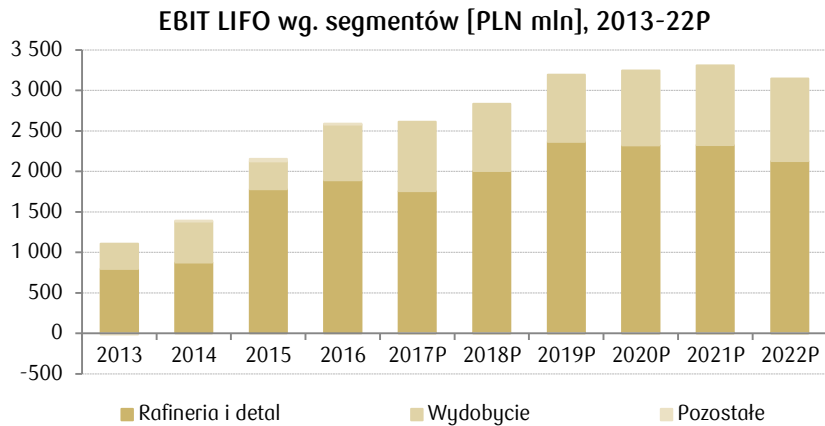
Źródło: Na podstawie konsensusu Bloomberg, DM PKO BP

Lotos: Podsumowanie wyceny porównwczej

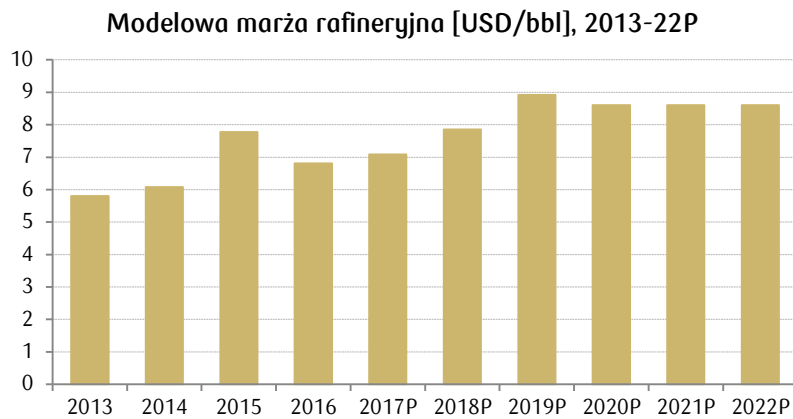
mIn PLN	2017P	2018P	2019P	Średnia
Lotos prognoza zysku netto	1 256	1 317	1 634	1403
Lotos prognoza EBITDA	2 596	2 833	3 196	2875
Spółki oil&gas: mediana P/E	9,5	11,5	11,8	
Wycena Lotos	88	89	109	95,5
Spółki oil&gas: mediana EV/EBITDA	5,8	6,2	6,3	
Wycena Lotos	58	62	68	62,3

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

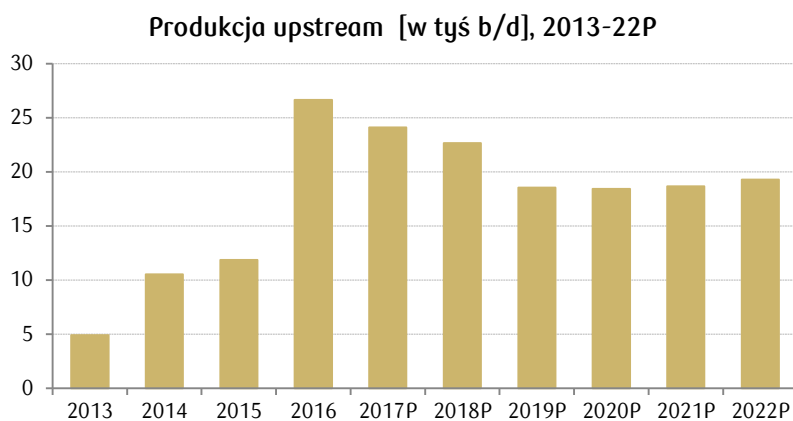
Lotos paczka wykresów



Źródło: DM PKO BP

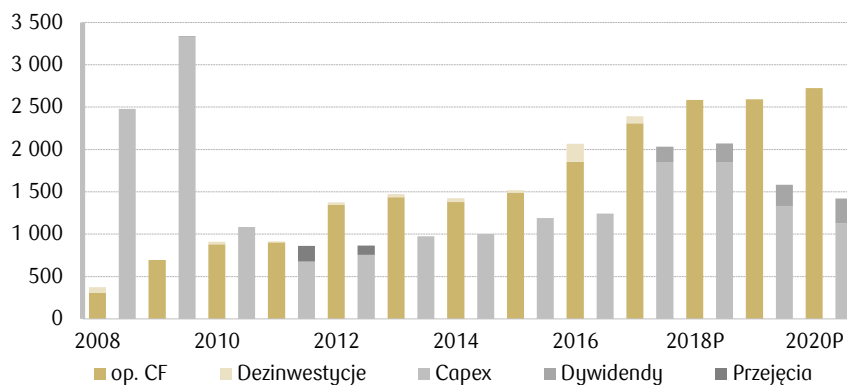


Źródło: DM PKO BP



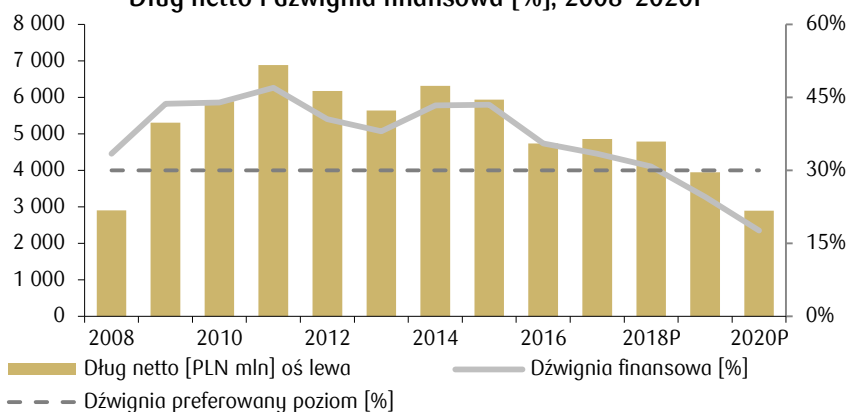
Źródło: DM PKO BP

Źródła i zużycia gotówki [PLN mln], 2008-20P



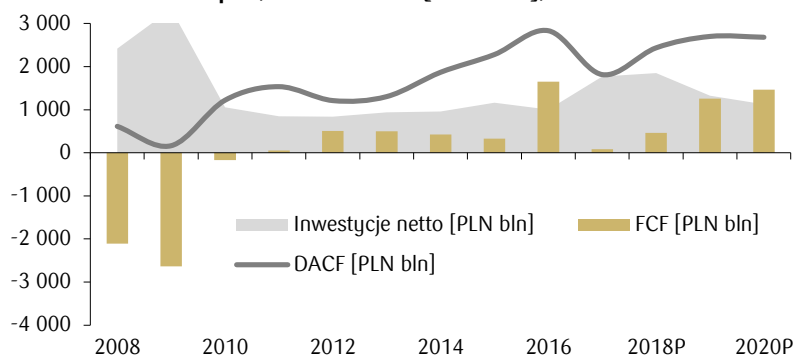
Źródło: DM PKO BP

Dług netto i dźwignia finansowa [%], 2008-2020P



Źródło: DM PKO BP

Capex, DACF & FCF [PLN mln], 2008-2020P



Źródło: DM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	33 111	28 597	28 502	22 709	20 931	23 928	26 248	28 283	29 223
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	30 340	26 913	27 467	20 249	17 216	20 439	22 481	24 184	25 086
Zysk brutto ze sprzedaży	2 826	527	1 997	2 739	3 792	3 489	3 767	4 099	4 136
EBITDA	979	803	-584	1 138	2 922	2 596	2 833	3 196	3 244
Skorygowana EBITDA	979	1 091	1 391	2 156	2 589	2 611	2 833	3 196	3 244
Koszty sprzedaży	1 498	1 541	1 609	1 744	1 717	1 750	1 820	1 803	1 820
Zysk z działalności operacyjnej	313	146	-1 393	423	1 855	1 751	1 948	2 296	2 317
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych	0	-1	-24	-31	3	1	0	0	0
Saldo działalności finansowej	54	-207	-706	-588	-278	59	-170	-154	-121
Zysk przed opodatkowaniem	366	-62	-2 124	-195	1 579	1 811	1 778	2 142	2 196
Podatek dochodowy	-562	-101	-657	68	564	555	461	508	540
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto	928	39	-1 466	-263	1 015	1 256	1 317	1 634	1 656
Skorygowany zysk (strata) netto	921	288	306	327	1 204	1 269	1 317	1 634	1 656
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Aktywa Trwałe	11 510	12 039	11 782	12 438	12 331	13 341	14 312	14 743	14 947
Wartości niematerialne i prawne	549	686	554	618	652	660	665	670	674
Rzeczowe aktywa trwałe	9 733	10 095	9 532	10 615	10 652	11 649	12 608	13 027	13 222
Inwestycje	107	211	107	201	312	312	312	312	312
Pozostałe aktywa długoterminowe	1 229	1 257	1 696	1 205	1 027	1 033	1 039	1 045	1 051
Aktywa Obrotowe	8 518	8 261	7 165	6 732	6 996	7 460	7 969	8 459	8 756
Zapasy	5 966	5 732	3 917	3 236	3 334	3 526	3 653	3 809	3 951
Należności	1 723	1 626	2 885	2 419	2 837	2 991	3 281	3 535	3 653
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	439	326	10	8	1	1	1	1	1
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	390	578	353	1 068	825	943	1 034	1 114	1 151
Aktywa razem	20 028	20 300	18 947	19 169	19 326	20 801	22 281	23 202	23 703
Kapitał Własny	9 066	9 190	8 258	7 712	8 611	9 682	10 777	12 153	13 513
Zobowiązania	10 961	11 110	10 689	11 457	10 715	11 119	11 504	11 049	10 190
Zobowiązania długoterminowe	5 415	5 694	5 457	6 031	5 444	5 615	5 631	5 083	4 358
Kredyty i pożyczki	4 462	4 496	4 496	4 454	3 981	4 152	4 168	3 620	2 895
Pozostałe rezerwy	218	204	248	237	205	205	205	205	205
Zobowiązania krótkoterminowe	5 546	5 416	5 232	5 426	5 272	5 504	5 872	5 966	5 831
Kredyty i pożyczki	2 095	1 715	2 168	2 545	1 577	1 645	1 651	1 434	1 147
Zobowiązania handlowe i pozostałe	2 291	2 510	1 782	1 366	1 903	1 772	1 949	2 097	2 174
Pasywa razem	20 028	20 300	18 947	19 169	19 326	20 801	22 281	23 202	23 703
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	1 347	1 436	1 380	1 488	2 654	1 855	2 310	2 583	2 590
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-838	-938	-958	-1 162	-1 003	-1 770	-1 850	-1 325	-1 125
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-652	-261	-566	189	-1 188	113	-369	-1 178	-1 428
Wskaźniki (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
ROE	11,0%	0,4%	-16,8%	-3,3%	12,4%	13,7%	12,9%	14,3%	12,9%
ROCE	6,0%	4,1%	3,9%	0,6%	6,3%	8,5%	8,6%	10,2%	10,1%
Dług netto	6 167,0	5 633,8	6 311,0	5 931,1	4 732,7	4 853,7	4 785,1	3 939,6	2 890,7

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Tomasz Kasowicz	(sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, sektor deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(sektor spożywczy i rolniczy)	(022) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicia.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Robert Noworyta	(sales)	(022) 521 52 46	robert.noworyta@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluz@pkobp.pl
Joanna Wilk	(trader)	(022) 521 48 93	joanna.wilk@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ilekoć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinię zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy Klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	26 (38%)
Trzymaj	29 (43%)
Sprzedaj	13 (19%)

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Lotos	3

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że DM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Lotos.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W DM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ileokroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:57.

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „Dziennik”.