

Rekomendacje

		Kurs *	Kapitalizacja (mln US\$)	C/Z(x)		EV/DACF (x)		Wycena	Potencjał wzrostu
				2010P	2011P	2010P	2011P		
OMV	Kupuj (↑)	26.4 €	9,993	6.6	5.9	6.9	6.2	31.0€	17.6%
MOL	Trzymaj (↑)	19,200 HUF	9,086	8.7	8.1	8.6	7.6	18,498 HUF	-3.7%
PGNiG	Kupuj (→)	3.35 PLN	6,175	11.2	10.1	9.4	10.2	4.32 PLN	28.9%
PKN ORLEN	Trzymaj (↑)	38.8 PLN	5,220	11.1	9.1	9.1	6.9	36.0 PLN	-7.3%
Tupras	Trzymaj (↑)	31.0 TRY	5,054	10.0	9.6	9.3	9.7	28.6 TRY	-7.8%
Petrom	Kupuj (→)	0.294 RON	4,979	8.7	6.4	7.1	5.8	0.357 RON	21.3%
Unipetrol	Sprzedaj (↓)	197.3 CZK	1,767	32.6	19.8	9.0	7.5	172.3 CZK	-12.6%
Lotos	Kupuj (→)	30.5 PLN	1,249	6.8	4.8	10.7	7.4	38.9 PLN	27.5%

Źródło: Bloomberg, KBC Securities

* Kurs zamknięcia z 17 maja 2010

Nasze podejście do sektora paliw w Europie Środkowo-Wschodniej zmieniło się na bardziej optymistyczne wobec perspektywy poprawy zysków spółek w krótkim terminie. Także poprawa makroekonomicznych warunków rafineryjnych i skłoniła nas do podwyższenia prognoz cen ropy i marż na 2010 i 2011 rok, co następnie przełożyło się na wzrost prognoz zysków średnio o 9,8%. Jednakże uważamy, że poprawa krótkoterminowych perspektyw jest już w cenie akcji. Obecnie środkowo- i wschodnioeuropejskie spółki paliwowe są notowane przy 6,0x EV/EBITDA na 2011P, blisko średniej historycznej, co implikuje ograniczony potencjał wzrostu. Nadal preferujemy Lotos ze względu na jego ponadprzeciętny potencjał wzrostu zysków w ciągu następnych 2 lat i rosnącą integrację biznesową.

Podsumowanie

- **Oczekiwana stabilizacja cen ropy.** Perspektywa wzrostu popytu spowodowała poprawę warunków działalności rafineryjnej w I kw. br. Perspektywy cen ropy postrzegamy jako stabilne; według naszych szacunków, będą one oscylować w przedziale 70-90 USD/bbl, czyli na poziomie, który powinien zadowolić zarówno producentów, jak i konsumentów, dlatego też powinien on się utrzymać w krótkim/ średnim terminie. Natomiast oczekujemy większej zmienności marż segmentu downstream, które powinny pozostać poniżej poziomu średniego cyklu przez dłuższy czas ze względu na oczekiwane nadwyżki mocy produkcyjnych w latach przyszłych.
- **Ograniczony potencjał wzrostu wyceny sektora.** Od początku roku kursy spółek paliwowych spadły o 10,9% w ujęciu USD, dając zwrot niższy o 5,3% od indeksu MSCI EE. Spółki paliwowe są notowane obecnie przy 6,0x EV/EBITDA na 2011x, blisko historycznego poziomu. Uważamy, że obecna wycena jest w zasadzie uczciwa i dostrzegamy ograniczony potencjał jej wzrostu (prognozujemy 9% składaną roczną stopę wzrostu EBITDA w ciągu 3 lat w ujęciu USD), gdyż rynek już uwzględnił perspektywy wzrostu zysków i restrukturyzacji sektora.
- **Zmiana rekomendacji.** Podwyższyliśmy nasze wyceny średnio o 14,4%, aby odzwierciedlały poprawę perspektyw krótkoterminowych zysków. Podwyższyliśmy rekomendację dla OMV do Kupuj ze względu na atrakcyjną wycenę, rekomendacje dla MOL, PKN ORLEN i Tuprasu podwyższyliśmy do Trzymaj, aby uwzględnić mniej pesymistyczne perspektywy dla biznesu rafineryjnego. Obniżyliśmy rekomendację dla Unipetrolu do Sprzedaj ze względu na słabą rentowność i marne perspektywy segmentu petrochemicznego.

Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu
Lajos Meszaros	+36 1 483 40 76	lajos.meszaros@kbcsecurities.hu
Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	peter.csaszar@kbcsecurities.hu

- **Preferujemy Lotos.** Nadal podoba nam się Lotos ze względu na atrakcyjne perspektywy wzrostu zysków w następnych 2 latach; spółka jest notowana przy 6,1x EV/EBITDA na 2011P, zgodnie z porównywalnymi spółkami, natomiast naszym zdaniem, zasługuje na premię. Podoba nam się także OMV, która oferuje bezpieczny model biznesowy po niskiej cenie, jest notowana przy najniższym w sektorze wskaźniku (4,1x EV/EBITDA na 2011P).

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja
EPS = zysk netto/ liczba akcji
DYWID. NA AKCJĘ = dywidenda na akcję
BVPS = wartość księgowa/ liczba akcji
Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży
Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży
CFPS = Cash flow/ liczba akcji
Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka
ROE = zysk netto/ średni kapitał własny
EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto
C/Z = kurs rynkowy/ EPS
P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)
P/BV = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa
P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży
Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,
Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,
Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje dla spółki PGNiG wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
PGNiG	3.45	4.30	Sprzedaj	31 lipca 2009
PGNiG	4.39	3.60	Kupuj	1 października 2009
PGNiG	4.34	3.73	Kupuj	19 listopada 2009
PGNiG	4.15	3.53	Kupuj	22 lutego. 2010
PGNiG	4.32	3.35	Kupuj	18 maja 2010

Rekomendacje dla spółki PKN ORLEN wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
PKN Orlen	25.5	31.0	Sprzedaj	12 czerwca 2009
PKN Orlen	25.1	27.1	Trzymaj	31 lipca 2009
PKN Orlen	32.2	31.4	Trzymaj	19 listopada 2009
PKN Orlen	28.2	31.5	Sprzedaj	22 lutego. 2010
PKN Orlen	36.0	38.8	Trzymaj	18 maja 2010

Rekomendacje dla spółki Lotos wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Lotos	20.4	22.3	Trzymaj	12 czerwca 2009
Lotos	21.7	22.3	Trzymaj	31 lipca 2009
Lotos	32.6	24.5	Kupuj	12 października 2009
Lotos	33.1	28.3	Kupuj	19 listopada 2009
Lotos	32.0	27.3	Kupuj	22 lutego. 2010
Lotos	38.9	30.5	Kupuj	18 maja 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania.

Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjne:

21 Kupuj	47,7%
13 Trzymaj	41,8%
9 Sprzedaj	20,5%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Nieruchomości	Lucian Albuлесcu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</i>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
--	------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.