



25 listopada 2008

Aktualizacja raportu

**Rafineryjny**

Polska

Cena bieżąca	12,82 PLN
Cena docelowa	29,40 PLN
Kapitalizacja	1,46 mld PLN
Free float	0,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	11,55 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Nafta Polska	51,91%
Skarb Państwa	6,93%

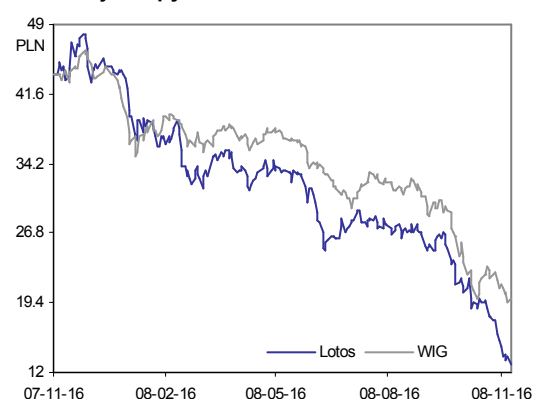
Pozostali	41,16%
-----------	--------

Strategia dotycząca sektora

Obecnie w sektorze rafineryjnym mamy do czynienia ze znaczną zmiennością warunków makro, ale powoli kształtują się tendencje pozytywne dla rafinerii, czyli umocnienie dolara i poprawa marż rafineryjnych. Spadki cen ropy mogą co prawda przez jakiś czas infekować wyniki poprzez efekt LIFO, ale pod względem jakości zysków sytuacja będzie się poprawiać.

Profil spółki

Grupa Lotos jest drugą co do wielkości grupą rafineryjną w Polsce o mocach przerobowych 6 mln ton rocznie, korzystnie położoną nad morzem. Spółka posiada także drugą co do wielkości sieć stacji paliw w Polsce (około 370 stacji) oraz większościowy pakiet akcji Petrolbalticu, który zajmuje się wydobywaniem ropy z szelfu Morza Bałtyckiego.

Kurs akcji Grupy Lotos na tle WIG**Kamil Kliszcz**

(48 22) 697 47 06

kamil.klischcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Lotos

LTOS.WA; LTS.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

2008 rok nie jest wykładnią przyszłości

Wyniki Lotosu za 3Q mocno rozczarowały, przede wszystkim na poziomie operacyjnym, bo strat na działalności hedgingowej z uwagi na osłabienie złotego można było się spodziewać. Wszystko wskazuje na to, że ostatni kwartał tego roku może być pod tym względem jeszcze gorszy. Jednocześnie podkreślamy, iż kurs giełdowy dyskontuje już bardzo wiele. Wartość całej firmy wraz z długiem netto kształtuje się obecnie na poziomie 3,5 mld PLN, co biorąc pod uwagę posiadane udziały w Petrolbalticu (1,1 mld PLN), stacjach benzynowych (0,3 mld PLN) oraz saldo kapitału obrotowego (1,6 mld PLN po przecenie zapasów) implikuje waluację aktywów rafineryjnych mocno poniżej wartości odtworzeniowej. Sytuacja taka utrzymuje się już jednak od dłuższego czasu i z uwagi na brak możliwości arbitrażu ze strony inwestora branżowego, dopiero wyraźna poprawa wyników finansowych może odwrócić sentyment na akcjach Spółki. W naszej opinii w związku ze wzrostem kursu USD/PLN powinno to nastąpić już w przyszłym roku, a perspektywa wysokiej straty w 4Q oraz ekstremalnie negatywny sentyment wokół koncernu stanowią okazję do budowania pozycji inwestycyjnej. W związku z tym zalecamy kupowanie akcji Lotosu, które uwzględniając konserwatywnie spadek marż rafineryjnych w przyszłym roku, wyceniamy na 29,4 PLN.

Bardzo słabe wyniki za 3Q i słabe perspektywy na 4Q

Trzeci kwartał przyniósł w Lotosie bardzo słabe wyniki praktycznie na wszystkich poziomach i segmentach (jedynym pozytywnym zaskoczeniem był dodatni EBIT detalu). Wyraźnie widać, iż w zmiennym środowisku makro Spółka z uwagi na duży udział produktów niebenchmarkowych (oleje, asfalty) ma problemy z zapewnieniem rentowności w segmencie rafineryjnym. Słaby wynik upstreamu to raczej efekt przesunięcia księgowego, a wysokie ceny ropy z 2008 roku powinny być „w końcu” widoczne w 4Q. Na poziomie finansowym wyniki zostały dodatkowo obciążone stratami na hedgingu. W kontekście dalszego osłabienia złotówki i spadków cen ropy kolejny kwartał może być niestety jeszcze gorszy niż trzeci. Szacujemy, że Lotos może stracić netto w 4Q ponad 650 mln PLN i ostatecznie zamknąć cały 2008 rok na minusie.

Tezy o bankructwie na podstawie bieżących CF nieuzasadnione

Rok 2008 rzeczywiście nie był dla Lotosu szczególnie udany jeśli chodzi o przepływy pieniężne wygenerowane z działalności operacyjnej. Nie można jednak oceniać tej pozycji w oderwaniu od bardzo zmiennych warunków makro, w jakich Spółka w tym okresie funkcjonowała. Stabilizacja cen ropy w okolicach 50-60 USD i kursu USD/PLN 2,8-3,0 w przyszłym roku pozwoli wrócić Lotosowi co najmniej do operacyjnego cash flow z lat 2005-06, kiedy osiągał on wartości na poziomie 600 mln PLN. Kluczowe dla zdolności spłaty zaciągniętego kredytu inwestycyjnego będą oczywiście lata po zakończeniu programu, ale wówczas należy uwzględnić już znacznie wyższy poziom produkcji i lepszą strukturę uzysków, co istotnie poprawi cash flow w stosunku do 2009 roku (sama amortyzacja wyniesie w 2011r. 780 mln PLN).

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	12798,1	13125,1	15696,7	9971,0	20458,7
EBITDA	1095,7	1019,9	604,3	872,8	1255,6
marża EBITDA	8,6%	7,8%	3,8%	8,8%	6,1%
EBIT	798,3	713,7	288,0	455,7	605,3
Zysk netto	679,9	777,2	-218,0	336,7	405,3
DPS	0,00	0,36	0,00	0,00	0,00
P/E	2,1	1,9	-6,7	4,3	3,6
P/CE	1,5	1,3	14,8	1,9	1,4
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	1,4	2,2	6,5	7,1	7,4
DYield	0,0%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki za 3Q mocno poniżej oczekiwań

(mln PLN)	IIIQ 2008	IIIQ 2007	zmiana	IIIQ 2008P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	I- IIIQ2008	I- IIIQ2007	zmiana
Przychody	4 764	3 530	35,0%	4 427,00	7,6%	4 212	13,1%	12 543	9 145	37,2%
EBITDA	118	333	-64,6%	179	-34,1%	176	-32,9%	756	788	-4,0%
marża EBITDA	2,5%	9,4%	-73,8%	4,0%	-38,7%	4,2%	-40,7%	6,0%	8,6%	-30,0%
EBIT	39	257	-84,8%	101	-61,4%	98	-60,2%	520	560,3	-7,3%
Zysk brutto	-280	303	-192,5%	-15	-	-	-	593	687	-13,7%
Zysk netto	-238	230	-203,4%	-32	-	-74	-	428	532	-19,6%

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE, PAP

Wyniki Lotosu na poziomie EBIT są niższe zarówno od naszych prognoz jak i konsensusu rynkowego o około 60 mln PLN. Niższy od naszych prognoz był wynik segmentu wydobywczego (25 mln PLN vs. oczekiwane 70 mln PLN), co miało związek z niższym od zakładanego przerobu wydobytego surowca (39 tys. ton vs. oczekiwane 67 tys. ton przy wydobyciu 61 tys. ton). Rok wcześniej wynik upstreamu wyniósł 46 mln PLN przy wyższym przerobie wydobytej ropy (77 tys. ton), ale przy niższej o 40 USD/Bbl cenie Brenta. Zarząd wskazuje, że ujemną kontrybucję w tym segmencie wykazał także norweski Lotos Norge, ale nie podaje wysokości straty tej spółki zależnej. W segmencie rafineryjnym wynik również okazał się być gorszy od oczekiwań (-5 mln PLN vs. oczekiwane 34 mln PLN) mimo dodatniego efektu LIFO (+24 mln PLN vs. oczekiwane -50 mln PLN). W komentarzu Spółka tłumaczy to częściowo różnicami kursowymi zrealizowanym na poziomie działalności operacyjnej w związku z cyklem rozliczania płatności za ropę (wysoka zmienność kursu USD/PLN). Restrukturyzacja sieci stacji benzynowych oraz sprzyjające trendy na marżach pozwoliły na wypracowanie 5 mln PLN EBIT w segmencie detalicznym vs. -9 mln PLN straty przed rokiem. Skonsolidowany EBIT poprawiły dodatkowo zyski na segmencie „pozostałe”, który wypracował 14 mln PLN vs. 5 mln PLN rok temu.

Na poziomie działalności finansowej Grupa Lotos zanotowała netto 319 mln PLN straty, czyli znacznie więcej niż oczekiwane przez nas -116 mln PLN. Główne zaskoczenie to wysoka strata na hedgingu marży rafineryjnej (-27 mln PLN pozycje otwarte, -84 mln PLN pozycje zamknięte), co wynika z zamknięcia znacznej liczby swapów na koniec kwartału, gdzie marże były już wysokie (my oczekiwaliśmy znacznych zysków na tym hedgingu w lipcu i sierpniu). Na hedgingu walutowym Lotos stracił 163 mln PLN (-93 mln PLN pozycje zamknięte, -70 mln PLN pozycje otwarte), czyli również więcej niż oczekiwane przez nas -116 mln PLN (efekt nowej pozycji opcyjnej o której poniżej). Na przeszacowaniach kredytów dolarowych Spółka straciła 83 mln PLN, czyli blisko tego co szacowaliśmy (90 mln PLN). Na posiadanych przez Lotos pozycjach zabezpieczających marżę rafineryjną nie zaszły istotne zmiany vs. 2Q (zwiększono jedynie wolumen zabezpieczony na 3Q'09 z 2,5 mln Bbl do 3 mln Bbl). Na hedgingu walutowym, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, zmniejszyły się pozycje zabezpieczające przepływy na 2008 rok (efekt naturalnej realizacji zabezpieczanych przepływów operacyjnych): pozycja długa EUR/USD spadła z 330 mln do 270 mln, a pozycja krótka USD/PLN z -410 mln do -202 mln. Pojawiła się jednak nowa pozycja w postaci opcji walutowej zabezpieczającej kurs EUR/USD na 210 mln przy poziomie 1,59 (prawdopodobnie kwestia zabezpieczenia relacji kredyt/capex wymaganego przez banki kredytujące), co miało istotny negatywny wpływ na wynik 3Q. W 3Q Lotos zwiększył też swoje zadłużenie netto o 1,27 mld PLN, co w dużej mierze miało związek z pociągnięciem kolejnej transzy na program 10+.

Otwarte pozycje hedgingowe Lotosu na marżę rafineryjną

	3Q 08	4Q 08	1Q 09	2Q 09	3Q 09
na koniec czerwca 2008					
wolumen zabezpieczony w tys. baryłek	6300,0	7247,7	3000,0	1000,0	2500,0
% przerobu	54%	63%	27%	10%	22%
poziom marży zabezpieczonej	8,45-9,2	8,6-13,2	7,6-10,3	10,0-11,6	13,0-14,3
na koniec września 2008					
wolumen zabezpieczony w tys. baryłek	-	7247,7	3000,0	1000,0	3000,0
% przerobu	-	63%	31%	10%	26%
poziom marży zabezpieczonej	-	8,6-13,2	7,6-10,3	10,0-11,6	12,4-14,3
szacowany przerób w tonach	1577,7	1577,7	1314,8	1314,8	1577,7
szacowany przerób w baryłkach	11569,8	11569,8	9641,5	9641,5	11569,8

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Otwarte pozycje hedgingowe Lotosu na kursy walutowe

	wolumen w mln	przedział kursu	kurs na koniec okresu	kurs obecny
na koniec czerwca 2008				
EUR/USD	330,0	1,55-1,58	1,58	-
EUR/PLN	-3,1	3,36-3,39	3,35	-
USD/PLN	-410,4	2,12-2,22	2,13	-
na koniec września 2008				
EUR/USD	270,0	1,39-1,57	1,41	1,25
EUR/PLN	-38,0	3,42-3,42	3,40	3,84
USD/PLN	-202,0	2,05-2,48	2,41	3,07
opcja EUR/USD	210,0	1,59	1,41	1,25

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Otwarte pozycje hedgingowe na stopę procentową

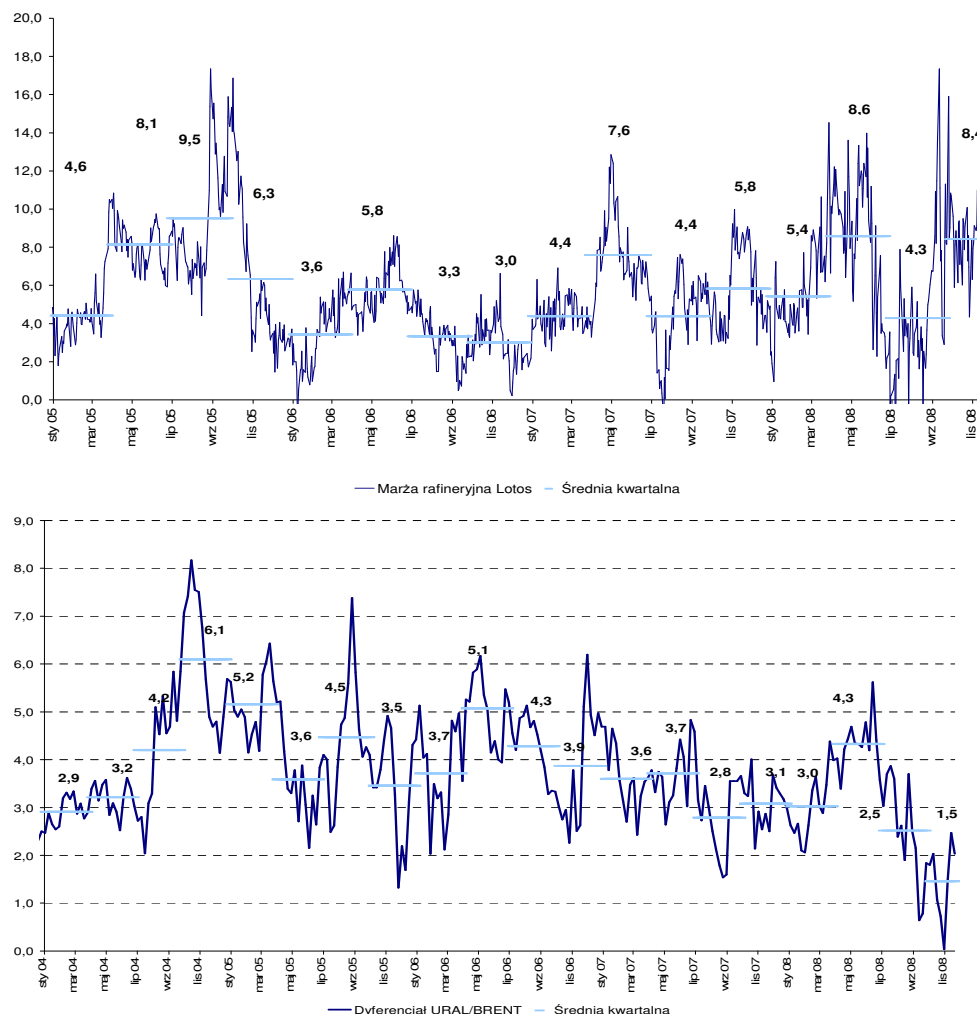
rodzaj kontraktu	wolumen mln USD	data początkowa	data końcowa	poziom stopy procentowej
na koniec czerwca 2008				
FRA	200,0	15.10.2008	15.01.2009	2,2%-2,45%
IRS	780,0	15.10.2008- 15.07.2009	30.06.2011	3,44%-4,33%
na koniec września 2008				
FRA	200,0	15.10.2008	15.01.2009	2,2%-2,45%
IRS	880,0	15.10.2008- 15.07.2009	30.06.2011- 15.01.2013	3,44%-4,33%

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Perspektywy na kolejny kwartał i 2009 rok

Obserwowane w ostatnich miesiącach i tygodniach zmiany z środowiska zewnętrznym będą determinowały wyniki Lotosu, inaczej w krótkim okresie bieżącego kwartału, a inaczej w perspektywie przyszłego roku. W pierwszej kolejności Spółka doświadczy mocno negatywnego efektu spadku cen ropy oraz osłabienia złotego, co będzie wynikało z mocno ujemnego efektu LIFO w 4Q szacowanego przez nas wstępnie na -480 mln PLN oraz przeszacowań dolarowego długu (naszym zdaniem -350 mln PLN) i dalszych strat na hedgingu walutowym (-130 mln PLN). Nie bez znaczenia na ostateczny wynik netto 4Q może być również wycena swapów na stopę procentową (posiadane IRS-y mają zabezpieczyć płatności odsetkowe Spółki wynikające z kredytu inwestycyjnego w perspektywie do 2013 roku). W stosunku do końca września, zmiany zaszyły bowiem także na terminowych krzywych stóp LIBOR, gdyż pojawiły się oczekiwania dalszych obniżek stóp przez FED (w stosunku do zamknięcia 3Q spotowe stopy LIBOR 6M spadły nawet o jeden punkt procentowy). Właśnie z tego powodu należy spodziewać się również ujemnej kontrybucji z tych pozycji hedgingowych. Ostatecznie, biorąc pod uwagę powyższe czynniki, należy naszym zdaniem oczekiwać bardzo słabych wyników Lotosu w 4Q. Strata netto wg. wstępnych szacunków może wynieść nawet 645 mln PLN, co oznacza iż gdańska Spółka zanotuje ujemny wynik w całym 2008 roku.

Perspektywa przyszłego roku wygląda jednak już znacznie korzystniej niż końcówka bieżącego, nawet mimo tego że tania ropa negatywnie wpłynie na rentowność upstreamu, a planowany na przełom I-go i II-go kwartału przestój remontowy rafinerii zainfekuje wyniki tego segmentu. W naszej opinii słaba złotówka pozwoli bowiem na zwiększenie marży LIFO w segmencie produkcyjnym, w pełni neutralizując zakładany spadek marży rafineryjnej (-1 USD/Bbl) oraz niższy przerób surowca (założenie konserwatywne, gdyż Zarząd uważa iż planowane uruchomienie instalacji destylacji na jesieni powinno pozwolić na utrzymanie poziomu przerobu r/r mimo przestoju). Dodatkowo w stosunku do naszych prognoz z poprzedniego raportu, skonsolidowany wynik EBIT ucierpi relatywnie nieznacznie na tańszej ropy (obniżyliśmy średnią roczną ze 110 do 60 USD) z uwagi na to, że w segmencie upstream nastąpi wyraźne zmniejszenie wolumenów, co uwzględnialiśmy już poprzednio. W tym kontekście właśnie, po okresie gwałtownych zmian, stabilizacja otoczenia makro w 2009 roku na obecnym poziomie może pozwolić Spółce na wyraźną poprawę wyników finansowych w ujęciu r/r (ułatwi to bez wątpienia również bardzo niska baza 2008).

Modelowa marża rafineryjna* Lotosu i dyferencjał Ural/Brent w USD/bbl

*kalkulowana na podstawie struktury uzysków Lotosu, ale z zastrzeżeniem że niebenchmarkowe produkty (oleje smarowe, asfalty) są zaklasyfikowane do kategorii ciężkich olejów opałowych
Źródło: Bloomberg, szacunki DI BRE

Założenia makroekonomiczne

W poniższej tabeli przedstawiamy założenia makroekonomiczne przyjęte do modelu DCF.

USD/Bbl	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
ropa Brent	54,5	65,4	72,8	100,0	60,0	80,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
ropa Ural	50,4	61,2	69,5	96,9	56,5	76,6	86,6	86,7	86,8	86,9	87,0	87,0	87,5
dyferencjał Ural-Brent	4,1	4,2	3,3	3,1	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	2,5
marża produktowa Lotos*	7,1	3,9	5,5	6,6	5,6	7,6	10,4	10,3	10,2	10,1	10,0	10,0	9,9

w tys. ton

Przerób ropy	4 837	6 099	6 157	6 157	5 130	9 500	500	500	500	500	500	500	500
Wydobycie Petrobaltic	233	264	187	276	189	189	191	646	750	1000	1273	1273	1273

	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
kurs USD/PLN	3,23	3,11	2,77	2,42	2,80	2,60	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40
kurs EUR/PLN	4,02	3,90	3,78	3,48	3,70	3,50	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30

Źródło: Bloomberg, szacunki DI BRE



Petrobaltic

W naszej wycenie Petrobalticu uwzględniliśmy następujące czynniki:

- Bierzemy pod uwagę założenia przedstawionej przez Zarząd strategii rozwoju segmentu na polskim szelfie Morza Bałtyckiego. Nie uwzględniamy natomiast planowanych wydatków na zakup aktywów na szelfie norweskim i nie bierzemy pod uwagę wolumenów produkcji z nimi związanych. Zakładamy, że wpływ tych projektów na wycenę Spółki będzie neutralny (cena zapłacona równa NPV).
- W długim okresie Spółka dzięki nakładom na poszukiwania złóż po stopniowym wyczerpywaniu się zasobów B3 i B8 uruchomi kolejne projekty i nie zaprzestanie działalności wydobywczej. Ze względu na zauważalną cykliczność w generowanych przepływach pieniężnych, przy wyznaczaniu wartości rezydualnej przyjęliśmy wartość Capex i amortyzacji na średnim poziomie z lat 2008-2017.
- FCF dyskontujemy na koniec października 2008 roku. Do kalkulacji wartości firmy uwzględniamy dług netto szacowany na koniec 2007.



Model DCF dla Petrobaltic

(mln PLN)	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2017+
Cena ropy Brent	100,0	60,0	80,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	
Wydobycie ropy w tys. ton	276	189	189	191	646	750	1 000	1 273	1 273	1 273	
Przychody ze sprzedaży	483,2	303,6	302,7	325,9	1 036,2	1 196,7	1 582,5	2 003,7	2 003,7	2 003,7	
zmiana	55,9%	-37,2%	-0,3%	7,7%	217,9%	15,5%	32,2%	26,6%	0,0%	0,0%	
EBITDA	242,0	178,9	168,4	180,3	633,2	733,9	977,7	1 243,9	1 242,6	1 241,3	1 241,3
marża EBITDA	50,1%	58,9%	55,7%	55,3%	61,1%	61,3%	61,8%	62,1%	62,0%	62,0%	62,0%
Amortyzacja	60,0	75,8	89,4	90,2	202,7	194,8	197,3	199,6	209,8	214,8	214,8
EBIT	182,0	103,1	79,0	90,2	430,5	539,1	780,3	1 044,3	1 032,8	1 026,5	1 026,5
marża EBIT	37,7%	33,9%	26,1%	27,7%	41,5%	45,0%	49,3%	52,1%	51,5%	51,2%	51,2%
Opodatkowanie EBIT	34,6	19,6	15,0	17,1	81,8	102,4	148,3	198,4	196,2	195,0	195,0
NOPLAT	147,4	83,5	64,0	73,0	348,7	436,7	632,1	845,9	836,6	831,4	831,4
CAPEX	-359,8	-417,6	-1 369,0	-744,0	-795,1	-313,0	-313,0	-313,0	-313,0	-313,0	-559,2
Kapitał obrotowy	-2,9	3,0	0,0	-0,4	-11,7	-2,7	-6,4	-7,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-155,3	-255,3	-1 215,5	-581,2	-255,5	315,8	510,0	725,5	733,4	733,2	487,1
WACC	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
współczynnik dyskonta	96,2%	87,7%	80,0%	72,9%	66,5%	60,6%	55,3%	50,4%	45,9%	41,9%	41,9%
PV FCF	-149,4	-224,0	-972,2	-423,8	-169,8	191,4	281,8	365,5	336,9	307,1	204,0
WACC	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Stopa wolna od ryzyka	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy											0,0%
Wartość rezydualna (TV)											5 030,3
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)											2 106,6
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy											-456,5
Wartość firmy (EV)											1 650,1
Dług netto											0,0
Wartość firmy											1 650,1
Liczba akcji Lotosu (mln)											113,7
Udział Lotosu w kapitale Petrobalticu											69%
Wartość pakietu Petrobaltic należącego do Lotosu											1 138,5
Wartość pakietu na akcję Lotosu (PLN)											10,0



Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF, cenę docelową dla jednej akcji Lotosu szacujemy na 29,4 PLN i w kontekście obecnej wyceny rynkowej rekomendujemy kupowanie walorów tej Spółki.

Wycena DCF

Założenia modelu

1. W tym modelu DCF uwzględniamy przepływy pieniężne generowane przez GK Lotos, ale z wyłączeniem Spółki Petrobaltic, której wartość oszacowaliśmy wcześniej.
2. Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec października 2008. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2007 roku.
3. W modelu uwzględniamy przedstawione założenia makroekonomiczne.
4. Wartość firmy powiększamy o szacowaną przez nas wartość posiadanego pakietu w Petrobalticu.
5. W roku 2017 amortyzacja jest wyższa niż CAPEX, co nie jest do utrzymania w dłuższym terminie, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 477 mln PLN.
6. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę sprzedaży oraz marżę EBITDA z roku 2017.
7. Po roku 2017 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,3% współczynnik beta na poziomie 1.

Model DCF wyceny akcji Lotos

(mln PLN)	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2017+
Przychody ze sprzedaży	15 697	9 971	20 459	22 866	22 956	23 052	23 155	23 263	23 379	23 427	23 427
zmiana	19,6%	-36,5%	105,2%	11,8%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,2%	0,0%
EBITDA	362,3	694,0	1 087,1	1 803,4	1 664,5	1 628,3	1 592,3	1 529,4	1 475,8	1 366,1	1 366,1
marża EBITDA	2,3%	7,0%	5,3%	7,9%	7,3%	7,1%	6,9%	6,6%	6,3%	5,8%	5,8%
Amortyzacja	256,3	341,3	560,8	693,1	677,0	635,6	574,8	556,1	577,8	597,0	512,0
EBIT	106,0	352,7	526,3	1 110,3	987,6	992,6	1 017,5	973,3	898,0	769,1	854,1
marża EBIT	0,7%	3,5%	2,6%	4,9%	4,3%	4,3%	4,4%	4,2%	3,8%	3,3%	3,6%
Opodatkowanie EBIT	20,1	67,0	100,0	211,0	187,6	188,6	193,3	184,9	170,6	146,1	162,3
NOPLAT	85,9	285,7	426,3	899,3	799,9	804,0	824,2	788,3	727,4	622,9	691,8
CAPEX	-1 644	-2 664	-1 606	-512	-512	-512	-512	-512	-512	-512	-512
Kapitał obrotowy	226,3	-1,2	-1 131,9	-714,2	-14,7	-5,8	-9,8	-10,6	-3,8	-1,6	-1,6
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
FCF	-1 075,1	-2 038,6	-1 750,7	366,2	950,2	921,8	877,2	821,9	789,4	706,4	690,2
WACC	9,0%	8,4%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	8,1%	8,3%	8,5%	10,8%
współczynnik dyskonta	96,5%	89,0%	82,6%	76,7%	71,2%	66,1%	61,2%	56,6%	52,3%	48,2%	48,2%
PV FCF	-1 037,2	-1 814,2	-1 446,1	281,0	676,8	609,1	536,9	465,3	412,6	340,3	
WACC	9,0%	8,4%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	8,1%	8,3%	8,5%	10,8%
Koszt długu	6,9%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Stopa wolna od ryzyka	5,85%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	35,1%	53,6%	66,2%	67,7%	66,6%	64,8%	62,3%	59,0%	55,6%	51,8%	10,0%
Koszt kapitału własnego	10,9%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%	Analiza wrażliwości									
Wartość rezydualna (TV)	7 071,0	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	3 406,2	0,0%1,0%2,0%3,0%4,0%									
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	-975,4	WACC +1,0pp	24,3	26,9	29,9	33,7	38,5				
Wartość firmy (EV)	2 430,8	WACC +0,5pp	25,6	28,3	31,7	36,0	41,4				
Dług netto	435,1	WACC	26,4	29,4	33,1	37,6	43,6				
Wartość firmy	1 995,7	WACC -0,5pp	28,3	31,7	36,0	41,4	48,6				
Liczba akcji (mln)	113,7	WACC -01,0pp	29,9	33,7	38,5	44,7	53,2				
Wartość firmy na akcję w PLN (bez Petrobalticu)	17,6										
Wartość udziałów w Petrobalticu	10,0										
Ostateczna wartość akcji Lotosu	27,6										
9-miesięczny koszt kapitału	8,0%										
Cena docelowa	29,4										
EV/EBITDA('08) dla ceny docelowej	6,8										
P/E('08) dla ceny docelowej	-15,3										
Udział TV w EV	140%										

Wycena porównawcza

	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2007	2008P	2009P	2010P	2007	2008P	2009P	2010P
MOL	9400,0	4,9	4,2	5,3	5,0	3,5	3,5	3,5	3,3
OMV	17,8	3,4	2,7	3,2	2,8	2,9	2,2	2,5	2,2
PKN	26,5	4,7	10,6	5,1	6,6	4,1	4,4	4,1	4,6
Tupras	14,3	3,2	3,2	3,5	3,4	2,8	2,0	2,3	2,3
Hellenic	5,6	6,2	6,3	7,5	7,4	5,4	5,8	6,3	5,8
Unipetrol	117,0	5,2	8,2	6,5	6,1	2,2	2,8	2,5	2,4
SNP Petrom	0,2	4,9	3,7	3,3	3,0	2,3	1,8	1,6	1,4
ERG	10,5	23,5	12,5	14,1	11,4	7,5	5,5	6,9	6,0
Neste	9,9	0,0	5,3	5,9	5,6	3,5	3,7	3,7	3,6
Motor Oil	8,0	6,3	6,2	7,3	5,9	5,8	5,6	6,1	5,2
INA	1150,9	12,2	7,2	6,4	5,1	6,1	4,6	4,1	3,4
Maksimum		23,5	12,5	14,1	11,4	7,5	5,8	6,9	6,0
Minimum		0,0	2,7	3,2	2,8	2,2	1,8	1,6	1,4
Mediana		4,9	6,2	5,9	5,6	3,5	3,7	3,7	3,4
Lotos	12,8	1,9	-6,7	4,3	3,6	2,2	6,3	7,0	7,3
(premia / dyskonto)		-62,1%	-207,2%	-26,1%	-36,2%	-38,0%	73,9%	89,5%	114,2%
Implikowana wycena									
Mediana		4,9	6,2	5,9	5,6	3,5	3,7	3,7	3,4
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję (PLN)		20,3							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2007

Dług netto PKN skorygowany o wartość pakietu Polkomtela, Kalkulacja wskaźników dla Lotosu na bazie długu netto odpowiednio z lat 2007-10

Rachunek wyników

(mln PLN)	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	9 645,5	12 798,1	13 125,1	15 696,7	9 971,0	20 458,7	22 866,3
<i>zmiana</i>	<i>29,5%</i>	<i>32,7%</i>	<i>2,6%</i>	<i>19,6%</i>	<i>-36,5%</i>	<i>105,2%</i>	<i>11,8%</i>
EBIT	n/a	798,3	713,7	288,0	455,7	605,3	1 200,4
Rafineria	n/a	627,0	622,0	95,0	361,6	502,4	1 007,6
<i>w tym LIFO</i>	n/a	-133,0	393,3	-200,0	59,7	42,6	102,3
Upstream	n/a	201,0	134,0	182,0	103,1	79,0	90,2
Detal	n/a	-37,0	-50,0	-7,0	-11,8	26,1	103,9
Pozostałe	n/a	7,3	7,7	18,0	2,8	-2,1	-1,1
EBIT LIFO	n/a	931,3	320,4	488,0	396,1	562,7	1 098,1
EBIT	1 034,3	798,3	713,7	288,0	455,7	605,3	1 200,4
<i>zmiana</i>	<i>74,8%</i>	<i>-22,8%</i>	<i>-10,6%</i>	<i>-59,6%</i>	<i>58,3%</i>	<i>32,8%</i>	<i>98,3%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>10,7%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,4%</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,6%</i>	<i>3,0%</i>	<i>5,2%</i>
Wynik na działalności finansowej	23,2	91,7	268,6	-430,8	-39,9	-110,1	-410,3
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	44,6	25,8	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3
Zysk brutto	1 102,0	915,9	1 004,5	-120,5	438,1	517,5	812,4
Podatek dochodowy	168,8	181,2	190,3	31,3	83,2	98,3	154,4
Udziałowcy mniejszościowi	53,7	54,7	37,0	66,2	18,1	13,9	15,8
Zysk netto	879,5	679,9	777,2	-218,0	336,7	405,3	642,2
<i>zmiana</i>	<i>68,4%</i>	<i>-22,7%</i>	<i>14,3%</i>	<i>-128,0%</i>	<i>-254,5%</i>	<i>20,4%</i>	<i>58,5%</i>
<i>marża</i>	<i>9,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,9%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,8%</i>
Amortyzacja	263,6	297,4	306,2	316,3	417,1	650,3	783,3
EBITDA	1 297,9	1 095,7	1 019,9	604,3	872,8	1 255,6	1 983,8
<i>zmiana</i>	<i>65,5%</i>	<i>-15,6%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>-40,7%</i>	<i>44,4%</i>	<i>43,9%</i>	<i>58,0%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>13,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>6,1%</i>	<i>8,7%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7
EPS	7,7	6,0	6,8	-1,9	3,0	3,6	5,6
CEPS	10,1	8,6	9,5	0,9	6,6	9,3	12,5
ROAE	24,4%	14,1%	14,2%	-3,8%	5,8%	6,6%	9,6%
ROAA	16,0%	9,2%	8,9%	-2,2%	2,9%	2,7%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	6 989,6	7 763,5	9 720,4	10 473,6	12 590,8	17 731,2	19 283,7
Majątek trwały	3 581,5	3 781,8	4 508,1	6 195,2	8 860,0	11 184,6	11 657,3
Rzeczowe aktywa trwałe	3 311,8	3 484,9	4 253,0	5 887,1	8 493,3	10 804,4	11 332,4
Wartości niematerialne i prawne	51,1	55,9	65,0	118,0	176,6	190,1	134,8
Wartość firmy	54,6	67,1	58,2	58,2	58,2	58,2	58,2
Inwestycje długoterminowe	109,4	111,9	73,5	73,5	73,5	73,5	73,5
Pozostałe aktywa trwałe	54,6	62,2	58,4	58,4	58,4	58,4	58,4
Majątek obrotowy	3 408,1	3 981,7	5 212,3	4 278,5	3 730,7	6 546,5	7 626,4
Zapasy	1 432,9	1 707,4	2 589,3	2 270,8	2 199,3	3 608,7	4 361,1
Należności krótkoterminowe	1 060,3	1 276,5	1 542,5	1 569,7	1 196,5	2 414,1	2 698,2
Pozostałe aktywa obrotowe	147,0	225,4	155,5	155,5	155,5	155,5	155,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	767,8	772,4	925,0	282,5	179,5	368,3	411,6
PASYWA	6 989,6	7 763,5	9 720,4	10 473,6	12 590,8	17 731,2	19 283,7
Kapitał własny	4 553,8	5 095,5	5 816,2	5 598,2	5 935,0	6 340,3	6 982,5
Kapitał akcyjny	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7
Pozostałe kapitały własne	4 440,1	4 981,8	5 702,5	5 484,5	5 821,3	6 226,6	6 868,8
Kapitały mniejszości	254,3	306,4	334,7	400,9	419,0	432,9	448,7
Zobowiązania długoterminowe	715,9	719,6	1 215,6	1 815,1	3 185,5	5 184,8	5 539,2
Pożyczki i kredyty	294,2	330,7	842,9	1 442,4	2 812,7	4 812,1	5 166,5
Pozostałe	421,7	388,9	372,7	372,7	372,7	372,7	372,7
Zobowiązania krótkoterminowe	1 465,6	1 642,0	2 353,8	2 659,4	3 051,3	5 773,2	6 313,2
Pożyczki i kredyty	111,5	173,5	517,2	885,0	1 725,8	2 952,5	3 170,0
Zobowiązania handlowe	1 273,5	1 385,1	1 757,5	1 695,2	1 246,4	2 741,5	3 064,1
Pozostałe	80,6	83,4	79,2	79,2	79,2	79,2	79,2
Dług	405,7	504,2	1 360,1	2 327,4	4 538,5	7 764,6	8 336,5
Dług netto	-362,1	-268,2	435,1	2 044,8	4 359,0	7 396,4	7 924,9
(Dług netto / Kapitał własny)	-8,0%	-5,3%	7,5%	36,5%	73,4%	116,7%	113,5%
(Dług netto / EBITDA)	-0,3	-0,2	0,4	3,4	5,0	5,9	4,0
BVPS	40,1	44,8	51,2	49,2	52,2	55,8	61,4

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	598,2	654,4	189,5	393,6	807,7	47,6	1 137,8
Zysk netto	879,5	679,9	777,2	-218,0	336,7	405,3	642,2
Amortyzacja	263,6	297,4	306,2	316,3	417,1	650,3	783,3
Kapitał obrotowy	-350,1	-288,5	-882,9	229,1	-4,2	-1 131,9	-713,9
Pozostałe	-194,8	-34,3	-11,1	66,2	58,0	124,0	426,2
Przepływy inwestycyjne	-916,1	-721,5	-816,4	-2 003,4	-2 962,3	-2 754,1	-1 233,4
CAPEX	-799,2	-688,6	-1 050,3	-2 003,4	-3 081,9	-2 974,8	-1 256,0
Inwestycje kapitałowe	-119,6	-48,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,7	15,4	233,8	0,0	119,6	220,7	22,6
Przepływy finansowe	930,3	-78,2	481,5	967,3	2 051,6	2 895,3	138,9
Emisja akcji	1 015,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-44,7	-50,5	556,6	967,3	2 211,1	3 226,1	571,8
Dywidenda (buy-back)	-18,8	0,0	-40,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-21,3	-27,7	-34,1	0,0	-159,6	-330,8	-432,9
Zmiana stanu środków pieniężnych	612,8	-143,6	-147,1	-642,5	-103,1	188,8	43,3
Środki pieniężne na koniec okresu	767,8	772,4	925,0	282,5	179,5	368,3	411,6
DPS (PLN)	0,17	0,00	0,36	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-139,8	-111,0	-1 103,6	-1 201,2	-2 296,5	-2 949,5	-140,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	8,3%	5,4%	8,0%	12,8%	30,9%	14,5%	5,5%

Wskaźniki rynkowe

	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
P/E	1,7	2,1	1,9	-6,7	4,3	3,6	2,3
P/CE	1,3	1,5	1,3	14,8	1,9	1,4	1,0
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
P/S	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCF/EV	-10,4%	-7,4%	-49,5%	-30,8%	-36,8%	-31,8%	-1,4%
EV/EBITDA	1,0	1,4	2,2	6,5	7,1	7,4	5,0
EV/EBIT	1,3	1,9	3,1	13,6	13,7	15,3	8,2
EV/S	0,1	0,1	0,2	0,2	0,6	0,5	0,4
DYield	1,3%	0,0%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	12,8						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7
MC (mln PLN)	1457,6	1457,6	1457,6	1457,6	1457,6	1457,6	1457,6
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	254,3	306,4	334,7	400,9	419,0	432,9	448,7
EV (mln PLN)	1 349,8	1 495,9	2 227,5	3 903,4	6 235,7	9 286,9	9 831,2



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, chemia, handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
Dystrybutorzy IT, Sektor IT, media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Lotos

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-04-30	2008-05-30	2008-08-13
kurs z dnia rekomendacji	32,50	32,21	28,40
WIG w dniu rekomendacji	46223,87	46546,54	41457,96