6 listopada 2009

Aktualizacja raportu

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Rafineryjny

Polska

Lotos

Trzymaj

LTOS.WA; LTS PW

(Niezmieniona)

Cena bieżąca	**27,92 PLN**
Cena docelowa	**26,60 PLN**
Kapitalizacja	3,626 mld PLN
Free float	1,306 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	11,94 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	63,97%
Pozostali	36,03%

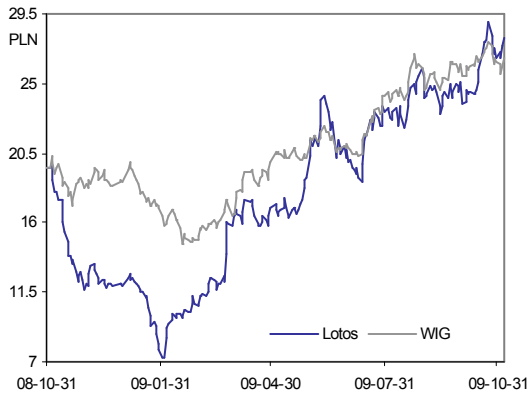
Strategia dotycząca sektora

W ostatnich miesiącach otoczenie zewnętrzne dla rafinerii nie było sprzyjające, zarówno jeśli chodzi o marżę, jak i dyferencjał Ural/Brent. Pojawiają się już jednak sygnały poprawy sytuacji w tym zakresie. Utrzymanie obecnego ożywienia popytu na światowym rynku paliwowym powinno systematycznie wspierać sentyment w sektorze.

Profil spółki

Grupa Lotos jest drugą co do wielkości grupą rafineryjną w Polsce o mocach przerobowych 6 mln ton rocznie (planowane zwiększenie przerobu do 10,5 mln ton w 2011 roku). Spółka posiada także drugą co do wielkości sieć stacji paliw w Polsce (około 350 stacji) oraz większościowy pakiet akcji Petrobalticu, który zajmuje się wydobyciem ropy z szelfu Morza Bałtyckiego.

Kurs akcji Grupy Lotos na tle WIG



Kamil Kliszcz
(48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

Za wcześnie na hurraoptymizm

W ostatnich miesiącach akcje Lotosu zachowywały się lepiej zarówno od WIG20, jak i PKN Orlen i osiągnęły naszą cenę docelową, stąd w raporcie miesięcznym obniżyliśmy zalecenie inwestycyjne do trzymaj. Opublikowane wyniki kwartalne nie dają w naszej opinii podstaw do istotnej weryfikacji wyceny (cenę docelową podnosimy o 3%) oraz prognoz na kolejne lata, dlatego nie zmieniamy naszej neutralnej rekomendacji. Zwracamy uwagę, że choć przyszły rok powinien zaowocować poprawą jakości wyników, to w ujęciu nominalnym trudno będzie przebić wysoką bazę roku 2009 (467 mln PLN efektu LIFO i dodatnie różnice kursowe na kredytach walutowych). Jednocześnie na koniec 4Q spodziewamy się wzrostu długu netto Spółki powyżej 5 mld PLN, co będzie pogarszać odczyt wskaźnika EV/EBITDA. Wszystko wskazuje też na to, że oczekiwane przez nas ostateczne pozytywne rozstrzygnięcie w sprawie ustawy o zapasach obowiązkowych opóźni się z przyczyn politycznych. W tym kontekście uważamy, iż ciekawszą alternatywę inwestycyjną stanowią obecnie akcje PKN Orlen.

3Q'09 pozytywne zaskoczenie, ale...

Wyniki Lotosu za 3Q zaskoczyły bardzo pozytywnie, przede wszystkim w segmencie rafineryjnym, który mimo rekordowo niskich marż rynkowych i dyferencjału, wypracował 108 mln PLN zysku operacyjnego wg. LIFO. Zarząd wśród czynników, które wpłynęły na taki rezultat wymienia przede wszystkim wysokie cracki na asfaltach i wzrost marż dystrybucyjnych, ale także dodatnie różnice kursowe na działalności operacyjnej (w 1Q z tego tytułu wyniki były obniżone r/r o 134 mln PLN). W naszej opinii m.in. z tego powodu nie można zakładać na podstawie 3Q, iż Lotos w kolejnych okresach także będzie osiągał lepszą rentowność niż benchmark rynkowy (dotychczas nigdy się to nie udawało).

Wzrost długu i pogorszenie wskaźnika EV/EBITDA

Zaawansowanie programu 10+ wynosi prawie 90%, ale harmonogram płatności wobec wykonawców jest naturalnie przesunięty i dlatego na koniec września wykorzystanie linii kredytowych na ten projekt wynosiło tylko 75%. Oznacza to, że z tego tytułu można spodziewać się jeszcze wzrostu zadłużenia netto o około 1 mld PLN (obecnie sięga ono 4,9 mld PLN). W tym kontekście atrakcyjność wyceny Lotosu na bazie wskaźnika EV/EBIDTA spadnie przy uwzględnieniu zadłużenia na koniec 2009.

Inwestor branżowy w akcjonariacie?

Skarb Państwa zapowiedział, że w listopadzie zadecyduje czy sprzedawany przez resort ponad 13% pakiet Lotosu będzie skierowany do inwestorów finansowych czy inwestora branżowego. Wejście do akcjonariatu jakiegoś dużego koncernu naftowego mogłoby wywołać pozytywną reakcję na kursie, aczkolwiek wydaje się, że bez zapewnionej opcji dokupienia pakietu większościowego w przyszłości, inwestor branżowy raczej nie będzie angażował środków w mniejszościowe udziały.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	13 125,1	16 294,7	14 745,3	18 048,2	23 807,5
EBITDA	1 019,9	169,2	767,9	777,0	1 734,0
marża EBITDA	*7,8%*	*1,0%*	*5,2%*	*4,3%*	*7,3%*
EBIT	713,7	-145,8	468,5	439,5	943,9
Zysk netto	777,2	-453,9	728,2	392,1	765,6
DPS	0,36	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	4,1	-	5,0	9,2	4,7
P/CE	2,9	-22,9	3,5	5,0	2,3
P/BV	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,9	40,1	12,1	13,8	6,4
DYield	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

3Q'09- lepiej od oczekiwań, ale czy to powtarzalna poprawa?

Wyniki Lotosu za 3Q okazały się lepsze od naszych oczekiwań oraz konsensusu rynkowego, mimo ujemnego salda na pozostałej działalności, które wynikało z odpisu należności od spółki Krak-Gaz w kwocie 21 mln PLN. Zysk operacyjny wyniósł 185 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 93 mln PLN, aczkolwiek po uwzględnieniu efektu przeszacowania zapasów (86,4 mln PLN vs. oczekiwane 65 mln PLN) różnica była nieco mniejsza (EBIT LIFO 99 mln PLN vs. prognoza 28 mln PLN). Największe zaskoczenie pojawiło się na segmencie produkcji i handlu (rafineria +detal), który wypracował aż 108 mln PLN wg. LIFO vs. oczekiwana przez nas strata -4 mln PLN. Na różnicę złożyły się lepszy wynik detalu (+7 mln PLN w stosunku do naszej prognozy i +9 mln PLN r/r), niższa amortyzacja (+7 mln PLN) oraz przede wszystkim bardzo dobry rezultat rafinerii.

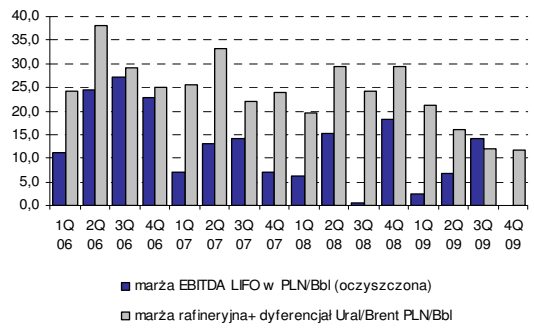
Skonsolidowane wyniki kwartalne GK Lotos

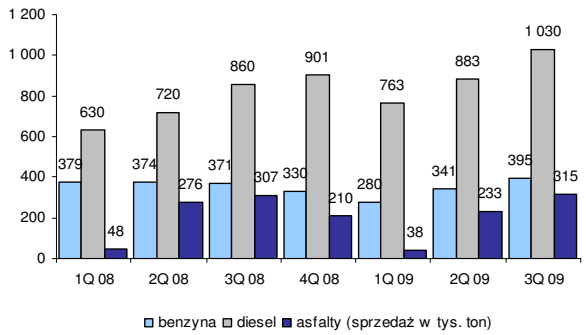
(mln PLN)	IIIQ2009	IIIQ2008	zmiana	IIIQ2009P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	I-IIIQ 2009	I-IIIQ 2008	zmiana
Przychody	4 132,0	4 764,2	-13,3%	3 987,1	3,6%	3 928,0	5,2%	10 296,5	12 543,6	-17,9%
EBITDA	256,8	116,6	120,3%	172,2	49,1%	161,0	59,5%	557,4	756,4	-26,3%
marża EBITDA	*6,2%*	*2,4%*	*154,0%*	*4,3%*	*43,8%*	*4,1%*	-	*5,4%*	*6,0%*	*-10,2%*
EBIT	185,0	39,2	372,1%	93,2	98,4%	75,8	144,0%	338,0	519,6	-34,9%
Zysk brutto	730,1	-279,9	-	590,3	23,7%	-	-	854,6	593,0	44,1%
Zysk netto	579,4	-237,9	-	472,0	22,7%	392,0	47,8%	659,7	428,1	54,1%

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE, PAP

Znacznie lepszy od oczekiwań wynik segmentu rafineryjnego w otoczeniu rekordowo niskich marż rynkowych i dyferencjału Ural/Brent, był prawdopodobnie możliwy dzięki wzrostowi marż dystrybucyjnych oraz wysokim crackom na asfaltach. W naszej opinii istotny wpływ na osiągnięty rezultat mogły mieć także dodatnie różnice kursowe, o których wspomina Zarząd w komentarzu do raportu kwartalnego. W 1Q'09 Spółka informowała, że z uwagi na dynamiczny trend osłabienia złotego zanotowała ujemne różnice kursowe na działalności operacyjnej (efekt księgowania i realizacji płatności za ropę), które osłabiły wynik o 134 mln PLN. Tymczasem w 3Q'09 mieliśmy do czynienia z odwrotną tendencją na kursie USD/PLN, co na poziomie EBIT poprawiło wyniki w ujęciu r/r o ponad 100 mln PLN. W tym kontekście uważamy, że fakt iż pierwszy raz w historii raportowania segmentowego Lotosu, jednostkowa EBITDA rafinerii była wyższa niż benchmark rynkowy (14,2 PLN/Bbl vs. 11,9 PLN/Bbl), nie daje podstaw do formułowania tezy o trwałej poprawie rentowności na tej działalności. Poza sprzężeniem korzystnych krótkoterminowych czynników zewnętrznych, nie widzimy bowiem w 3Q źródeł strukturalnej zmiany efektywności i dlatego bardzo dobre wyniki odnotowane w tym kwartale nie skłaniają nas do podniesienia prognoz na kolejne okresy.

Jednostkowa EBITDA segmentu rafineryjnego vs. warunki rynkowe i sprzedaż wolumenowa

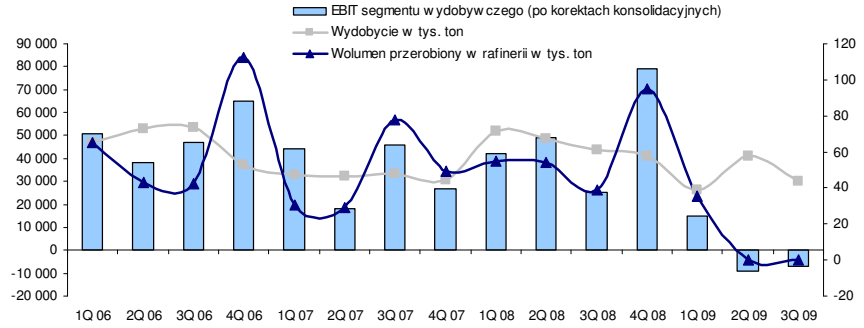




Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Segment wydobywczy zaskoczył nas w 3Q'09 negatywnie, głównie ze względu na brak przerobu ropy Petrobaltic w gdańskiej rafinerii (podobnie jak w 2Q Spółka maksymalizowała produkcję rentownych asfaltów), podczas gdy my zakładaliśmy go na poziomie 60 tys. ton. Z tego właśnie względu wynik na tej działalności po uwzględnieniu wyłączeń konsolidacyjnych wyniósł -7 mln PLN (-9 mln PLN w 2Q'09) vs. oczekiwane przez nas 38 mln PLN. Spodziewamy się, że wolumeny wydobyte w dwóch ostatnich kwartałach będą przerobione w 4Q i wówczas zgodnie z polityką konsolidacji rozpoznane zostaną zyski na prawie 150 tys. ton surowca z własnych złóż. To powinno oznaczać wynik segmentu na poziomie około 100 mln PLN.

Oczyszczony wynik operacyjny segmentu wydobywczego na tle wolumenu wydobycia i przerobu ropy Petrobaltic



Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło 514 mln PLN (nasze szacunki to 497 mln PLN), na co złożyły się przede wszystkim dodatnie różnice z przeszacowania kredytów (433,9 mln PLN vs. oczekiwane 437 mln PLN), zyski na hedgingu walutowym (56 mln PLN vs. oczekiwane 41 mln PLN) oraz straty na hedgingu marży rafineryjnej na poziomie -22 mln PLN (my oczekiwaliśmy saldo bliskie zera). Poza tym Lotos wbrew naszym oczekiwaniom nie zanotował istotnych strat na transakcjach zabezpieczających stopę procentową (-2,5 mln PLN vs. oczekiwane przez nas -30 mln PLN). Dodatkowo Spółka zanotowała 30,8 mln PLN zysku na tym poziomie z tytułu utraty kontroli nad spółką zależną Krak-Gaz, czego w naszych prognozach nie zakładaliśmy. Ostatecznie na poziomie netto zysk wyniósł 579 mln PLN, czyli o 22% więcej niż nasza prognoza.

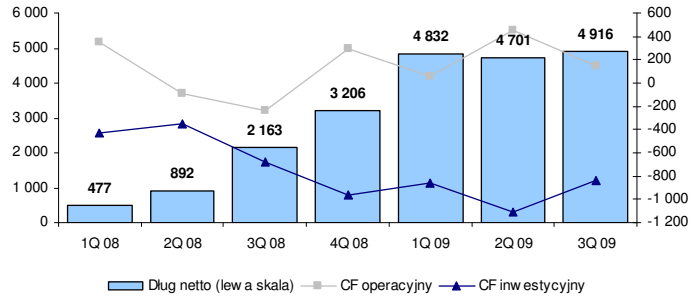
Skonsolidowane wyniki kwartalne GK Lotos wg. segmentów

		1Q 08	2Q 08	3Q 08	4Q 08	1Q 09	2Q 09	3Q 09
Przychody		**3 561 473**	**4 217 918**	**4 764 221**	**3 772 731**	**2 716 635**	**3 447 868**	**4 132 020**
EBIT		**94 699**	**381 824**	**39 181**	**-661 146**	**1 738**	**151 336**	**184 958**
	upstream	42 000	49 000	25 000	79 000	15 000	-9 000	-7 000
	rafineria	71 000	343 000	-13 000	-730 000	-4 000	170 000	195 000
	efekt LIFO	45 200	211 800	24 100	-893 300	83 300	239 100	86 400
	detal	-9 000	-7 000	8 000	-6 000	-2 000	6 000	17 000
	pozostałe	-9 000	-3 000	19 000	-4 000	-7 262	-16 000	-20 000
EBIT wg. LIFO		**49 499**	**170 024**	**15 081**	**232 154**	**-81 562**	**-87 764**	**98 558**

Źródło: Lotos

W 3Q Lotos wygenerował 149 mln PLN dodatnich przepływów z działalności operacyjnej, dla których największym obciążeniem było odłożenie się środków na kapitał obrotowy w kwocie 230 mln PLN. Jednocześnie Spółka kontynuowała nakłady inwestycyjne w ramach programu 10+ i cash flow inwestycyjny sięgnął -837 mln PLN. Dług netto zwiększył się jednak nieznacznie (z 4,7 mld PLN do 4,9 mld PLN), głównie dzięki przeszacowaniu w dół kredytów walutowych (433 mln PLN). Zadłużenie będzie jednak w kolejnych kwartałach rosło wraz z kolejnymi transzami ciągnionymi z kredytu inwestycyjnego, który do tej pory został wykorzystany w 75% (pozostaje jeszcze około 1 mld PLN). W tym kontekście zwracamy uwagę, iż na bazie długu netto na koniec 2009 roku wskaźniki EV/EBITDA Lotosu będą wyglądały znacznie mniej korzystnie na tle grupy porównawczej.

Dług netto i przepływy pieniężne z działalności operacyjnej i inwestycyjnej



Źródło: Lotos

Otwarte pozycje hedgingowe Lotosu na kursy walutowe

	wolumen w mln	przedział kursu	kurs na koniec okresu	kurs obecny
	na koniec czerwca 2009			
EUR/USD	245,9	1,25-1,42	1,41	-
EUR/PLN	-22,5	4,43-4,70	4,47	-
USD/PLN	-62,7	3,10-3,69	3,17	-
	na koniec września 2009			
EUR/USD	106,8	1,25-1,48	1,46	1,48
EUR/PLN	-13,1	4,17-4,66	4,22	4,27
USD/PLN	-4,3	2,84-3,58	2,89	2,87

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Otwarte pozycje hedgingowe na stopę procentową

	wolumen mln USD	data początkowa	data końcowa	poziom stopy procentowej
		na koniec czerwca 2009		
FRA	200,0	15.07.2009	15.01.2010	1,315%
IRS	1280,0	15.10.2008-15.07.2011	30.06.2011-15.01.2018	3,33%-4,33%
		na koniec września 2009		
FRA	1280,0	15.10.2009	15.01.2010	0,710%
IRS	1280,0	15.10.2008-15.07.2011	30.06.2011-15.01.2018	3,33%-4,33%

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Działalność hedgingowa Lotosu, po wygaśnięciu transakcji zabezpieczających marżę rafineryjną (na 4Q pozostały tylko niewielkie wolumenowo syntetyczne kontrakty zabezpieczające cenę sprzedaży asfaltu), koncentruje się przede wszystkim na kursach walutowych oraz stopie procentowej. W 3Q Spółka zwiększyła pozycję w kontraktach FRA, które hedgują poziom LIBOR w okresie kapitalizowania odsetek (IRS-y zabezpieczają poziom stóp procentowych już w okresie spłaty kredytu). Otwarte pozycje walutowe powinny wygasnąć do końca roku.

Założenia makroekonomiczne

W poniższej tabeli przedstawiamy założenia makroekonomiczne przyjęte do modelu DCF.

USD/Bbl	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
ropa Brent	54,5	65,4	72,8	98,0	61,1	75,0	80,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
ropa Ural	50,4	61,2	69,5	95,1	60,3	73,2	78,0	87,6	87,7	87,7	87,7	87,8	87,8	87,8
dyferencjał Ural-Brent	4,1	4,2	3,3	2,9	0,8	1,8	2,0	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2
marża produktowa Lotos*	6,5	5,2	6,2	8,0	4,1	4,8	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
w tys. ton														
Przerób ropy	4 837	6 099	6 157	6 204	5 700	8 000	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500
Wydobycie Petrobaltic	233	264	187	258	190	189	191	646	750	1000	1000	1000	1000	1000

	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
kurs USD/PLN	3,23	3,11	2,77	2,42	3,12	2,91	2,80	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69
kurs EUR/PLN	4,02	3,90	3,78	3,48	4,30	3,85	3,80	3,70	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

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). Wartość zakupionego już złoża Yme uwzględniamy w końcowej wycenie Lotosu wg. wartości bilansowej.
- 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 2009-2018.
- FCF dyskontujemy na koniec października 2009 roku. Do kalkulacji wartości firmy uwzględniamy dług netto szacowany na koniec 2008 roku.

Model DCF dla Petrobaltic

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Cena ropy Brent	**61,1**	**75,0**	**80,0**	**90,0**	**90,0**	**90,0**	**90,0**	**90,0**	**90,0**	**90,0**	
Wydobycie ropy w tys. ton	**190**	**189**	**191**	**646**	**750**	**1 000**	**1 000**	**1 000**	**1 000**	**1 000**	
Przychody ze sprzedaży	**295,3**	**280,9**	**297,7**	**1 074,8**	**1 283,5**	**1 711,3**	**1 711,3**	**1 711,3**	**1 711,3**	**1 711,3**	
zmiana	*-22,5%*	*-4,9%*	*6,0%*	*261,0%*	*19,4%*	*33,3%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	
EBITDA	**144,8**	**179,2**	**198,8**	**715,5**	**866,4**	**1 155,5**	**1 155,5**	**1 155,5**	**1 155,4**	**1 155,4**	**1 155,4**
marża EBITDA	*49,0%*	*63,8%*	*66,8%*	*66,6%*	*67,5%*	*67,5%*	*67,5%*	*67,5%*	*67,5%*	*67,5%*	*67,5%*
Amortyzacja	49,3	44,5	79,0	208,4	206,9	200,8	202,4	211,9	216,5	216,5	216,5
EBIT	**95,5**	**134,7**	**119,8**	**507,1**	**659,5**	**954,7**	**953,1**	**943,6**	**939,0**	**938,9**	**938,9**
marża EBIT	*32,3%*	*48,0%*	*40,2%*	*47,2%*	*51,4%*	*55,8%*	*55,7%*	*55,1%*	*54,9%*	*54,9%*	*54,9%*
Opodatkowanie EBIT	18,1	25,6	22,8	96,3	125,3	181,4	181,1	179,3	178,4	178,4	178,4
NOPLAT	**77,3**	**109,1**	**97,0**	**410,7**	**534,2**	**773,3**	**772,0**	**764,3**	**760,6**	**760,5**	**760,5**
CAPEX	-465,8	-899,6	-1 233,2	-774,3	-292,4	-292,4	-292,4	-292,4	-292,4	-292,4	-570,1
Kapitał obrotowy	1,4	0,2	-0,3	-12,8	-3,4	-7,1	0,0	0,0	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	**-337,7**	**-745,7**	**-1 057,5**	**-168,0**	**445,3**	**674,7**	**682,0**	**683,8**	**684,6**	**684,6**	**406,9**
WACC	*10,9%*	*9,1%*	*8,1%*	*8,5%*	*9,3%*	*10,4%*	*11,5%*	*11,5%*	*11,5%*	*11,5%*	*11,5%*
współczynnik dyskonta	*98,3%*	*90,1%*	*83,3%*	*76,8%*	*70,3%*	*63,7%*	*57,1%*	*51,2%*	*45,9%*	*41,2%*	*41,2%*
PV FCF	-332,0	-671,7	-880,9	-129,0	313,0	429,6	389,4	350,1	314,4	281,9	167,5
WACC	***10,9%***	***9,1%***	***8,1%***	***8,5%***	***9,3%***	***10,4%***	***11,5%***	***11,5%***	***11,5%***	***11,5%***	***11,5%***
Koszt długu	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*
Stopa wolna od ryzyka	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*
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	*19,8%*	*47,6%*	*63,3%*	*58,1%*	*45,4%*	*27,4%*	*10,1%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*
Koszt kapitału własnego	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*
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	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Wzrost FCF po okresie prognozy	*0,0%*
Wartość rezydualna (TV)	3 534,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 455,1
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	64,7
Wartość firmy (EV)	1 519,8
Dług netto	-95,7
Wartość firmy	1 615,5
Liczba akcji Lotosu (mln)	129,9
Udział Lotosu w kapitale Petrobalticu	99%
Wartość pakietu Petrobaltic należącego do Lotosu	1 604,5
Wartość pakietu na akcję Lotosu (PLN)	**12,4**

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF, cenę docelową dla jednej akcji Lotosu szacujemy na 26,6 PLN i w kontekście obecnej wyceny rynkowej rekomendujemy trzymanie 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 2009. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2008 roku.
3. W modelu uwzględniamy przedstawione założenia makroekonomiczne.
4. Wartość firmy powiększamy o szacowaną przez nas wartość posiadanego pakietu w Petrobalticu oraz złożach Yme.
5. W roku 2018 amortyzacja jest wyższa niż CAPEX, co nie jest do utrzymania w dłuższym terminie, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 414 mln PLN.
6. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę sprzedaży oraz marżę EBITDA z roku 2018.
7. Po roku 2018 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,15% i współczynnik beta na poziomie 1.

Model DCF wyceny akcji Lotos

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	**14 745**	**18 048**	**23 807**	**25 670**	**25 797**	**25 931**	**26 072**	**26 219**	**26 373**	**26 543**	**26 715**
zmiana	*-9,5%*	*22,4%*	*31,9%*	*7,8%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,6%*	*0,6%*	*0,6%*	*0,6%*
EBITDA	**623,1**	**597,8**	**1 535,3**	**1 802,7**	**1 557,3**	**1 537,1**	**1 477,7**	**1 431,1**	**1 409,3**	**1 396,6**	**1 405,6**
marża EBITDA	*4,2%*	*3,3%*	*6,4%*	*7,0%*	*6,0%*	*5,9%*	*5,7%*	*5,5%*	*5,3%*	*5,3%*	*5,3%*
Amortyzacja	250,1	293,0	711,1	683,7	613,2	530,0	524,4	538,7	544,5	541,6	414,0
EBIT	**373,0**	**304,8**	**824,2**	**1 119,0**	**944,1**	**1 007,1**	**953,3**	**892,4**	**864,8**	**855,0**	**991,6**
marża EBIT	*2,5%*	*1,7%*	*3,5%*	*4,4%*	*3,7%*	*3,9%*	*3,7%*	*3,4%*	*3,3%*	*3,2%*	*3,7%*
Opodatkowanie EBIT	70,9	57,9	156,6	212,6	179,4	191,3	181,1	169,6	164,3	162,4	188,4
NOPLAT	**302,2**	**246,9**	**667,6**	**906,4**	**764,7**	**815,7**	**772,1**	**722,9**	**700,5**	**692,5**	**803,2**
CAPEX	-2 849	-869	-406	-434	-414	-414	-414	-414	-414	-414	-414
Kapitał obrotowy	-136,0	-419,5	-203,6	-1 293,5	-16,0	-22,7	-16,5	-17,4	-18,4	-19,2	-18,4
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	**-2 433,1**	**-748,9**	**769,1**	**-137,5**	**947,9**	**909,1**	**866,1**	**830,1**	**812,6**	**801,0**	**784,9**
WACC	*8,5%*	*8,4%*	*8,7%*	*8,8%*	*8,8%*	*8,9%*	*8,9%*	*8,9%*	*8,9%*	*8,9%*	*9,5%*
współczynnik dyskonta	*98,6%*	*91,0%*	*83,7%*	*76,9%*	*70,7%*	*64,9%*	*59,6%*	*54,7%*	*50,3%*	*46,2%*	*46,2%*
PV FCF	-2 400,2	-681,5	643,7	-105,7	669,9	589,9	516,1	454,3	408,4	369,8	
WACC	***8,5%***	***8,4%***	***8,7%***	***8,8%***	***8,8%***	***8,9%***	***8,9%***	***8,9%***	***8,9%***	***8,9%***	***9,5%***
Koszt długu	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*
Stopa wolna od ryzyka	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*	*6,15%*
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	*49,4%*	*51,3%*	*45,2%*	*43,8%*	*43,0%*	*41,8%*	*42,0%*	*42,3%*	*42,4%*	*42,4%*	*30,0%*
Koszt kapitału własnego	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*
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%*
Wartość rezydualna (TV)	9 187,7
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 241,6
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	464,7
Wartość firmy (EV)	4 706,3
Dług netto	3 302,5
Wartość firmy	1 403,8
Liczba akcji (mln)	129,9
Wartość firmy na akcję w PLN (bez Petrobalticu)	**10,8**
Wartość udziałów w Petrobalticu na akcję	**12,4**
Wartość posiadanych złoż Yme na akcję	**1,4**
Ostateczna wartość akcji Lotosu	**24,6**
9-miesięczny koszt kapitału	8,3%
Cena docelowa	**26,6**
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	9,3
P/E('09) dla ceny docelowej	4,7
Udział TV w EV (część rafineryjna)	90%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	**1,0%**	**2,0%**	**3,0%**	**4,0%**
WACC +1,0pp	19,9	22,9	26,6	31,3	37,4
WACC +0,5pp	21,3	24,7	28,8	34,1	41,2
WACC	22,9	26,6	31,3	37,4	45,7
WACC -0,5pp	24,7	28,8	34,1	41,2	51,1
WACC -01,0pp	26,6	31,3	37,4	45,7	57,7

Wycena porównawcza

		P/E				EV/EBITDA			
	Cena	**2008**	**2009P**	**2010P**	**2011P**	**2008**	**2009P**	**2010P**	**2011P**
MOL	15010,0	7,9	17,3	9,4	8,2	6,5	7,3	5,6	4,9
OMV	28,5	4,5	11,4	7,1	5,9	3,2	4,9	3,8	3,3
PKN	30,1	-5,1	13,0	10,2	9,1	22,8	5,3	4,7	4,0
Tupras	26,8	7,7	10,2	8,9	8,0	4,0	6,8	5,9	4,9
Hellenic	8,2	9,6	13,0	13,0	10,3	7,1	9,2	8,1	6,7
Unipetrol (CZK)	138,0	24,6	938,5	17,4	9,5	5,1	7,3	5,3	4,1
SNP Petrom	0,3	7,1	11,1	8,5	6,9	4,4	5,7	4,1	3,5
ERG	10,4	13,4	-42,0	18,6	13,6	4,1	19,7	5,9	5,0
Neste	12,1	6,8	21,5	17,1	9,7	5,5	10,3	8,4	5,9
Motor Oil	11,5	9,3	10,8	9,6	8,4	7,3	8,1	7,1	6,7
INA	1627,9	17,8	20,3	10,5	7,2	8,3	7,7	5,5	4,4
Maksimum		24,6	938,5	18,6	13,6	22,8	19,7	8,4	6,7
Minimum		-5,1	-42,0	7,1	5,9	3,2	4,9	3,8	3,3
Mediana		**7,9**	**13,0**	**10,2**	**8,4**	**5,5**	**7,3**	**5,6**	**4,9**
Lotos*	27,9	-	5,0	9,2	4,7	40,6	9,9	11,6	5,4
(premia / dyskonto)		-201,6%	-61,6%	-9,4%	-43,8%	640,5%	35,3%	109,5%	10,7%
Implikowana wycena									
Mediana		7,9	13,0	10,2	8,4	5,5	7,3	5,6	4,9
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję (PLN)		**33,8**							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2009

Dług netto PKN skorygowany o wartość pakietu Polkomtela i zapasy obowiązkowe w kwocie 5,6 mld PLN (Lotos 1,7 mld PLN)

Kalkulacja wskaźników dla Lotosu na bazie długu netto odpowiednio z lat 2007-10, wycena kalkulowana wg.skorygowanego długu netto z 2009

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	**12 798,1**	**13 125,1**	**16 294,7**	**14 745,3**	**18 048,2**	**23 807,5**	**25 669,8**
zmiana	*32,7%*	*2,6%*	*24,1%*	*-9,5%*	*22,4%*	*31,9%*	*7,8%*
EBIT	**798,3**	**713,7**	**-145,8**	**468,5**	**439,5**	**943,9**	**1 626,1**
Rafineria	627,0	617,0	-339,0	394,0	306,2	817,3	1 092,0
w tym LIFO	-133,0	393,3	-612,1	467,5	17,2	3,7	242,1
Upstream	201,0	134,0	194,0	95,5	134,7	119,8	507,1
Detal	-37,0	-50,0	-14,0	22,1	22,2	23,9	29,5
Pozostałe	7,3	12,7	13,2	-43,0	-23,6	-17,0	-2,5
EBIT LIFO	**931,3**	**320,4**	**466,3**	**1,0**	**422,3**	**940,2**	**1 384,0**
EBIT	**798,3**	**713,7**	**-145,8**	**468,5**	**439,5**	**943,9**	**1 626,1**
zmiana	*-22,8%*	*-10,6%*	*-120,4%*	*-421,3%*	*-6,2%*	*114,8%*	*72,3%*
marża EBIT	*6,2%*	*5,4%*	*-0,9%*	*3,2%*	*2,4%*	*4,0%*	*6,3%*
Wynik na działalności finansowej	91,7	268,6	-384,4	453,4	45,2	1,8	-218,4
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	25,8	22,3	26,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	**915,9**	**1 004,5**	**-504,2**	**921,9**	**484,7**	**945,7**	**1 407,7**
Podatek dochodowy	181,2	190,3	-114,3	184,4	92,1	179,7	267,5
Udziałowcy mniejszościowi	54,7	37,0	64,0	9,3	0,5	0,5	2,0
Zysk netto	**679,9**	**777,2**	**-453,9**	**728,2**	**392,1**	**765,6**	**1 138,3**
zmiana	*-22,7%*	*14,3%*	*-158,4%*	*-260,4%*	*-46,2%*	*95,3%*	*48,7%*
marża	*5,3%*	*5,9%*	*-2,8%*	*4,9%*	*2,2%*	*3,2%*	*4,4%*
Amortyzacja	297,4	306,2	315,0	299,4	337,5	790,1	892,1
EBITDA	**1 095,7**	**1 019,9**	**169,2**	**767,9**	**777,0**	**1 734,0**	**2 518,2**
zmiana	*-15,6%*	*-6,9%*	*-83,4%*	*353,9%*	*1,2%*	*123,2%*	*45,2%*
marża EBITDA	*8,6%*	*7,8%*	*1,0%*	*5,2%*	*4,3%*	*7,3%*	*9,8%*
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	113,7	113,7	113,7	129,9	129,9	129,9	129,9
EPS	6,0	6,8	-4,0	5,6	3,0	5,9	8,8
CEPS	8,6	9,5	-1,2	7,9	5,6	12,0	15,6
ROAE	*14,1%*	*14,2%*	*-8,1%*	*12,2%*	*5,9%*	*10,5%*	*13,9%*
ROAA	*9,2%*	*8,9%*	*-4,1%*	*5,1%*	*2,2%*	*3,8%*	*5,1%*

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	**7 763,5**	**9 720,4**	**12 202,0**	**16 268,2**	**18 817,6**	**21 216,1**	**23 248,3**
Majątek trwały	**3 781,8**	**4 508,1**	**7 093,8**	**10 109,6**	**11 540,9**	**12 390,0**	**12 706,2**
Rzeczowe aktywa trwałe	3 484,9	4 253,0	6 733,3	9 604,9	10 961,0	11 838,3	12 169,9
Wartości niematerialne i prawne	55,9	65,0	55,9	200,0	275,3	247,1	231,7
Wartość firmy	67,1	58,2	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6
Inwestycje długoterminowe	111,9	73,5	104,9	104,9	104,9	104,9	104,9
Pozostałe aktywa trwałe	62,2	58,4	154,1	154,1	154,1	154,1	154,1
Majątek obrotowy	**3 981,7**	**5 212,3**	**5 108,2**	**6 158,6**	**7 276,6**	**8 826,1**	**10 542,1**
Zapasy	1 707,4	2 589,3	2 447,2	3 139,7	3 667,4	4 187,4	5 570,5
Należności krótkoterminowe	1 276,5	1 542,5	1 564,9	1 990,6	2 436,5	3 214,0	3 465,4
Pozostałe aktywa obrotowe	225,4	155,5	383,3	383,3	383,3	383,3	383,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	772,4	925,0	712,8	645,0	789,5	1 041,4	1 122,9

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	**7 763,5**	**9 720,4**	**12 202,0**	**16 268,2**	**18 817,6**	**21 216,1**	**23 248,3**
Kapitał własny	**5 095,5**	**5 816,2**	**5 404,1**	**6 489,3**	**6 881,4**	**7 646,9**	**8 785,2**
Kapitał akcyjny	113,7	113,7	113,7	129,9	129,9	129,9	129,9
Pozostałe kapitały własne	4 981,8	5 702,5	5 290,4	6 359,4	6 751,5	7 517,1	8 655,4
Kapitały mniejszości	**306,4**	**334,7**	**395,9**	**48,3**	**48,8**	**49,3**	**51,2**
Zobowiązania długoterminowe	**719,6**	**1 215,6**	**3 700,5**	**5 744,4**	**7 139,9**	**7 608,5**	**8 076,9**
Pożyczki i kredyty	330,7	842,9	3 412,2	5 456,2	6 851,7	7 320,2	7 788,7
Pozostałe	388,9	372,7	288,3	288,3	288,3	288,3	288,3
Zobowiązania krótkoterminowe	**1 642,0**	**2 353,8**	**2 701,4**	**3 986,2**	**4 747,5**	**5 911,4**	**6 334,9**
Pożyczki i kredyty	173,5	517,2	507,4	811,3	1 018,8	1 088,4	1 158,1
Zobowiązania handlowe	1 385,1	1 757,5	1 894,5	2 875,3	3 429,2	4 523,4	4 877,3
Pozostałe	83,4	79,2	299,6	299,6	299,6	299,6	299,6
Dług	504,2	1 360,1	3 919,6	6 267,4	7 870,4	8 408,7	8 946,8
Dług netto	-268,2	435,1	3 206,8	5 622,4	7 080,9	7 367,2	7 823,8
(Dług netto / Kapitał własny)	*-5,3%*	*7,5%*	*59,3%*	*86,6%*	*102,9%*	*96,3%*	*89,1%*
(Dług netto / EBITDA)	-0,2	0,4	19,0	7,3	9,1	4,2	3,1
BVPS	44,8	51,2	47,5	50,0	53,0	58,9	67,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	**654,4**	**157,8**	**311,7**	**666,1**	**265,2**	**1 351,1**	**970,0**
Zysk netto	679,9	777,2	-453,9	728,2	392,1	765,6	1 138,3
Amortyzacja	297,4	306,2	315,0	299,4	337,5	790,1	892,1
Kapitał obrotowy	-288,5	-882,9	197,4	-137,4	-419,7	-203,3	-1 280,7
Pozostałe	-34,3	-42,7	253,1	-224,1	-44,7	-1,3	220,3
Przepływy inwestycyjne	**-721,5**	**-816,4**	**-2 417,1**	**-2 926,1**	**-1 579,7**	**-1 305,9**	**-1 073,2**
CAPEX	-688,6	-1 050,3	-2 478,5	-3 315,1	-1 768,9	-1 639,2	-1 208,3
Inwestycje kapitałowe	-48,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	15,4	233,8	61,4	389,0	189,2	333,3	135,1
Przepływy finansowe	**-78,2**	**513,1**	**1 963,1**	**2 192,2**	**1 459,0**	**206,7**	**184,6**
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-50,5	556,6	2 266,3	2 347,8	1 603,0	538,3	538,1
Dywidenda (buy-back)	0,0	-40,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-27,7	-34,1	-303,2	-155,6	-144,0	-331,5	-353,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	**-143,6**	**-147,1**	**-138,8**	**-67,8**	**144,5**	**251,9**	**81,5**
Środki pieniężne na koniec okresu	772,4	925,0	712,8	645,0	789,5	1 041,4	1 122,9
DPS (PLN)	0,00	0,36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-111,0	-1 103,6	-1 997,6	-2 869,0	-1 503,7	-288,1	-238,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	*5,4%*	*8,0%*	*15,2%*	*22,5%*	*9,8%*	*6,9%*	*4,7%*

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	4,7	4,1	-	5,0	9,2	4,7	3,2
P/CE	3,2	2,9	-22,9	3,5	5,0	2,3	1,8
P/BV	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4
P/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0
FCF/EV	*-3,5%*	*-28,0%*	*-29,5%*	*-30,9%*	*-14,0%*	*-2,6%*	*-2,1%*
EV/EBITDA	2,9	3,9	40,1	12,1	13,8	6,4	4,6
EV/EBIT	4,0	5,5	-46,5	19,8	24,5	11,7	7,1
EV/S	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	0,4
DYield	*0,0%*	*1,3%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Cena (PLN)	**27,92**						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	113,7	113,7	113,7	129,9	129,9	129,9	129,9
MC (mln PLN)	3174,5	3174,5	3174,5	3626,1	3626,1	3626,1	3626,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	306,4	334,7	395,9	48,3	48,8	49,3	51,2
EV (mln PLN)	3 212,8	3 944,3	6 777,2	9 296,7	10 755,8	11 042,6	11 501,1

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
IT, Media

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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 księgowa*
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 księgowa) - 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 stanowić 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 miedzy 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	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-03-09	2009-05-28	2009-09-04	2009-09-22	2009-11-04
kurs z dnia rekomendacji	11,44	18,25	24,18	24,05	26,70
WIG w dniu rekomendacji	22948,51	29775,36	36009,43	36680,84	37391,24