9 marca 2009

Aktualizacja raportu

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Rafineryjny

Polska

Lotos

Kupuj

LTOS.WA; LTS PW

(Niezmieniona)

Cena bieżąca	**11,44 PLN**
Cena docelowa	**26,70 PLN**
Kapitalizacja	1,3 mld PLN
Free float	0,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	7,68 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, które powinny umożliwić stabilizację przepływów pieniężnych na solidnych poziomach. Widzimy również szansę na wzrost cen ropy, co będzie poprawiać nastroje w sektorze.

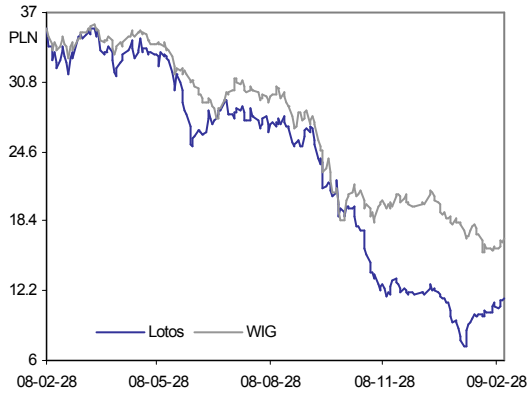
Profil spółki

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 350 stacji) oraz większościowy pakiet akcji Petrobalticu, który zajmuje się wydobyciem ropy z szelfu Morza Bałtyckiego.

Ważne daty

28.04- publikacja raportu rocznego 2008
14.05- publikacja raportu za 1Q'09

Kurs akcji Grupy Lotos na tle WIG



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

Pozytywne zaskoczenia w 2H'09

Naszym zdaniem, mimo pogarszających się marż rafineryjnych i niższych cen ropy naftowej (segment wydobywczy) Lotos jest w stanie w tym roku poprawić wynik EBITDA w ujęciu LIFO w relacji do roku 2008. Będzie to w naszej opinii możliwe dzięki osłabieniu złotego oraz spodziewanej poprawie dyferencjału Ural/Brent, której pierwsze symptomy już się pojawiają. Ważna z punktu widzenia utrzymania rentowności na ciężkich pozostałościach rafinacji będzie także oczekiwana mniejsza zmienność na cenach ropy naftowej, które powinny co prawda rosnąć na przestrzeni roku, ale bez tak gwałtownych ruchów jak w roku ubiegłym. Takie otoczenie będzie także sprzyjać realizacji marży brutto na sprzedaży towarów, co jest tym bardziej istotne w kontekście planów zwiększenia wolumenów importu oleju napędowego o 0,5 mln ton. Pierwsze pozytywne zaskoczenia na wynikach mogą się w naszej opinii pojawić w drugiej połowie roku (w pierwszych kwartałach zobaczymy jeszcze efekty przestoju remontowego oraz negatywne wpływ księgowego przeszacowania kredytów dolarowych), kiedy odbuduje się już dyskonto na ropie rosyjskiej i uda się zwiększyć wolumeny diesla dzięki nowej instalacji odsiarczania. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj i wyceniamy akcję Lotosu na 26,7 PLN.

Wysoka jakość wyników 4Q'08

Wyniki za 4Q'08 potwierdziły, że w obecnym środowisku makroekonomicznym zdolność Lotosu do generowania dodatnich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej znacząco wzrasta. Spółka w ostatnich trzech miesiącach roku wygenerowała prawie 300 mln PLN, czyli praktycznie równowartość strumienia EBITDA wg. LIFO. Fakt ten potwierdza, iż znaczna część czynników, które wpłynęły na raportowaną stratę netto w wysokości 900 mln PLN miała charakter czysto księgowy.

Wysoki kurs USD/PLN

Utrzymujący się wysoki kurs USD/PLN sprzyja Lotosowi, każde 10 groszy różnicy to dodatkowe 40-50 mln PLN zysku operacyjnego w skali roku. W naszych prognozach zakładamy poziom 3,39, tak więc istnieje potencjał pozytywnego odchylenia na tym parametrze. Zwracamy jednak uwagę, że słaby złoty może wygenerować wysokie ujemne, choć tylko księgowe, przeszacowania dolarowego długu i w ten sposób obniżyć raportowany wynik netto. Oczekujemy, że efekt ten w 1Q'09 może przekroczyć 430 mln PLN.

Pierwsze efekty 10+ w 2H'09

Już w sierpniu planowane jest uruchomienie instalacji HON w ramach programu 10+, która zwiększy produkcję diesla kosztem oleju opałowego o 2 mln ton. W październiku natomiast nastąpi rozruch instalacji destylacji ropy, która zapewni wzrost przerobu ropy. Będą to pierwsze pozytywne materialne efekty programu inwestycyjnego, który na razie przekładał się tylko na wzrost zadłużenia Spółki.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	13125,1	16316,3	12165,8	19029,5	23901,1
EBITDA	1019,9	174,7	959,2	1207,0	1987,9
marża EBITDA	*7,8%*	*1,1%*	*7,9%*	*6,3%*	*8,3%*
EBIT	713,7	-141,6	544,4	507,9	1205,5
Zysk netto	777,2	-475,7	241,9	352,7	903,4
DPS	0,36	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	1,7	-2,7	5,4	3,7	1,4
P/CE	1,2	-8,2	2,0	1,2	0,8
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,0	28,0	7,2	7,2	4,7
DYield	3,1%	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.

Wyniki za 4Q'08- jakość powyżej oczekiwań

Wyniki Lotosu okazały się lepsze od naszych oczekiwań i prognoz konsensusowych, nawet biorąc pod uwagę opublikowane przez Spółkę 4 lutego wstępne dane operacyjne. Wówczas można było szacować EBIT wg. LIFO na około 175 mln PLN, a tymczasem koncern zarobił 232 mln PLN (nasze szacunki 153 mln PLN). Pozytywnie zaskoczyły oba kluczowe segmenty działalności. Segment wydobywczy wypracował EBIT na poziomie 79 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 60 mln PLN, mimo iż wolumen ropy wydobytej i przerobionej w rafinerii był nieco mniejszy niż zakładaliśmy (94,6 tys. ton vs. oczekiwane 100 tys. ton). W przypadku działalności rafineryjnej raportowana strata wyniosła -736 mln PLN vs. prognozowane przez nas -798 mln PLN, co po uwzględnieniu efektu LIFO (-893 mln PLN vs. zapowiadane 4 lutego -880 mln PLN) implikuje zysk wg. LIFO na poziomie 157 mln PLN vs. prognozowane 82 mln PLN. Na pozostałej działalności (w tym detal) Lotos zanotował stratę -4 mln PLN, a my szacowaliśmy +10 mln PLN.

Skonsolidowane wyniki kwartalne GK Lotos

(mln PLN)	IVQ 2008	IVQ 2007	zmiana	IVQ 2008P*	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	2008	2007	zmiana
Przychody	3 773	3 980	-5,2%	3 019	24,9%	3 643	3,6%	16 316	13 125	24,3%
EBITDA	-582	237	-	-649	10,4%	-532	9,3%	175	1 020	-82,9%
marża EBITDA	-15,4%	6,0%	-	-21,5%	-	-14,6%	5,6%	1,1%	7,8%	-86,2%
EBIT	-661	153	-	-728	9,2%	-638	3,6%	-142	714	-119,8%
Zysk brutto	-1 113	317	-	-1311	15,1%	-	-	-520	1 004	-151,7%
Zysk netto	-904	245	-	-1242	27,3%	-1 019	11,3%	-476	777	-161,2%

**nasza pierwotna prognoza została skorygowana z uwagi na podany przez Spółkę w komunikacie wyższy od szacowanego przez nas efekt LIFO (-880 mln PLN vs. oczekiwany przez nas -560 mln PLN)*
Źródło: Lotos, szacunki DI BRE, PAP

Na działalności finansowej, zgodnie z wcześniej przedstawionymi przez Spółkę szacunkami, saldo było ujemne i wyniosło -451 mln PLN (nasze oczekiwania -582 mln PLN), na co złożyły się przeszacowania kredytów walutowych (-348 mln PLN) oraz saldo na pozycjach hedgingowych -135 mln PLN (-285 mln PLN rozliczenie hedgingu walutowego, +170 mln PLN wycena otwartych pozycji na hedgingu walutowym, -30 mln PLN hedging zamkniętych pozycji na hedgingu marżowym i +169 mln PLN wycena otwartych pozycji na marży oraz strata na wycenie otwartych pozycji na stopę procentową -152 mln PLN). Na koniec grudnia otwarte pozycje na hedgingu walutowym wynosiły +364 mln EUR/USD (na tej pozycji głównie został wypracowany zysk z otwartych pozycji na poziomie 170 mln PLN) oraz -134 mln USD/PLN. Taki układ zabezpieczanych crossów walutowych w kontekście umocnienia się dolara do złotego oznacza, iż obecnie Lotos hedguje przede wszystkim relacje capex-kredyt i przepływy operacyjne-kredyt. Taki układ przy założeniu większej zmienności na kursie złotego niż na parze EUR/USD, może oznaczać raportowanie relatywnie lepszych wyników na poziomie rachunku zysków i strat, gdyż część pozytywnego efektu słabej złotówki na poziomie operacyjnym nie będzie od razu neutralizowane przez straty na hedgingu.

Otwarte pozycje hedgingowe Lotosu na kursy walutowe

	wolumen w mln	przedział kursu	kurs na koniec okresu	kurs obecny
na koniec września 2008				
EUR/USD	270,2	1,39-1,57	1,41	-
EUR/PLN	-38,0	3,42-3,42	3,40	-
USD/PLN	-202,0	2,05-2,48	2,41	-
opcja EUR/USD	210,0	1,59	1,41	-
na koniec grudnia 2008				
EUR/USD	365,0	1,25-1,42	1,40	1,27
EUR/PLN	7,9	3,5-4,19	4,17	4,70
opcja EUR/USD	-134,3	2,57-3,11	2,97	3,70
opcja EUR/USD	0,0	1,59	1,40	1,27

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Otwarte pozycje hedgingowe Lotosu na marżę rafineryjną

	4Q 08	1Q 09	2Q 09	3Q 09
na koniec września 2008				
wolumen zabezpieczony w tys. baryłek	7247,7	3000,0	1000,0	3000,0
% przerobu	64%	31%	11%	26%
poziom marży zabezpieczonej	8,6-13,2	7,6-10,3	10,0-11,6	12,4-14,3
na koniec grudnia 2008				
wolumen zabezpieczony w tys. baryłek	-	3000,0	2500,0	3000,0
% przerobu	-	31%	28%	26%
poziom marży zabezpieczonej	-	7,6-10,3	10,0-11,6	12,4-14,3

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Otwarte pozycje hedgingowe na stopę procentową

	wolumen mln USD	data początkowa	data końcowa	poziom stopy procentowej	stopa referencyjna na koniec okresu
na koniec września 2008					
FRA	200,0	15.10.2008	15.01.2009	2,2%-2,45%	3,9%
IRS	880,0	15.10.2008-15.07.2009	30.06.2011-15.01.2013	3,44%-4,33%	3,9%
na koniec grudnia 2008					
FRA	100,0	15.01.2009	15.07.2009	2,5%-2,5%	1,8%
IRS	1080,0	15.10.2008-15.07.2009	30.06.2011-15.01.2013	3,44%-4,33%	1,8%
aktualny LIBOR 6M	1,8%				

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Raportowana strata netto wyniosła -904 mln PLN i tu pozytywne odchylenie od konsensusu było jeszcze większe z uwagi na wyższy niż szacowaliśmy efekt tarczy podatkowej, który wyniósł 212 mln PLN vs. oczekiwane 83 mln PLN oraz zaskakująco niski zysk dla akcjonariuszy mniejszościowych mimo wysokiego EBIT-u upstreamu (3,9 mln PLN vs. oczekiwane 14,7 mln PLN). Podsumowując, wyniki kwartalne Lotosu oceniamy bardzo dobrze ze względu na ich wysoką jakość mierzoną wygenerowanymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej, które sięgnęły w 4Q'08 297 mln PLN (praktycznie cały ujemny efekt LIFO został zneutralizowany przez uwolnienie gotówki z kapitału obrotowego +878 mln PLN).

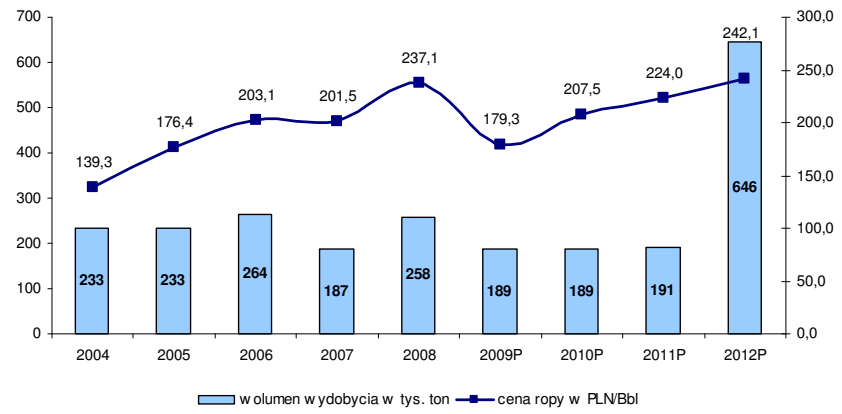
Na poziomie bilansu należy zauważyć wzrost długu netto o 832 mln PLN q/q do poziomu 2,9 mld PLN (po uwzględnieniu krótkoterminowych aktywów finansowych). Wzrost zadłużenia wynikał z poniesionych nakładów inwestycyjnych w kwocie 970 mln PLN oraz przeszacowania walutowych kredytów. Na koniec grudnia Lotos miał 3,9 mld PLN kredytów, z czego 2 mld PLN to kredyt inwestycyjny programu 10+ (710 mln USD z 1,75 mld USD- w tym kredyt obrotowy na 0,2 mld USD i kredyt inwestycyjny na 1,55 mld USD). W wartości zobowiązań 4Q z uwagi na MSR uwzględniono także płatność za złoże Yme, która nastąpiła dopiero w styczniu 2009.

Perspektywy na 2009 rok

Segment wydobywczy

Wyniki segmentu wydobywczego w 2009 roku będą determinowały dwa podstawowe czynniki, niższe ceny ropy oraz planowane zmniejszenie poziomu wydobycia. Spadek wolumenów to konsekwencja wycofania platformy wiertniczej ze złoża B8, gdzie do tej pory było prowadzone wydobycie testowe. Według planów Zarządu ponowna produkcja na B8 rozpocznie się w 2012 roku (mniejsze wolumeny z odwiertów próbnych są możliwe jeszcze w 2009 roku, ale nie uwzględniamy ich w naszych szacunkach) i wówczas poziom krajowego wydobycia może sięgnąć 646 tys. ton (do tego czasu ewentualny wzrost produkcji będzie pochodził ze złóż norweskich, których nie uwzględniamy w naszych prognozach). Z tego właśnie względu przez najbliższe 3 lata wydobycie ropy z dna Bałtyku będzie kształtować się na poziomie około 190 tys. ton vs. 258 tys. ton w roku ubiegłym. Ostatecznie, uwzględniając wspomniane czynniki szacujemy, że wynik operacyjny segmentu ukształtuje się na poziomie około 90 mln PLN vs. 194 mln PLN w 2008 roku. Przypominamy, że nasze prognozy nie uwzględniają ewentualnych kosztów i przychodów wynikających z prac prowadzonych na złożu Yme. Warto w ocenie rentowności tego segmentu w Lotosie pamiętać, iż Spółka na Bałtyku ponosi koszty w PLN a nie w USD, tak więc osłabienie polskiej waluty nie przełoży się na spadek realizowanej marży.

Prognozy wydobycia w Petrobalticu i ceny ropy w PLN/Bbl

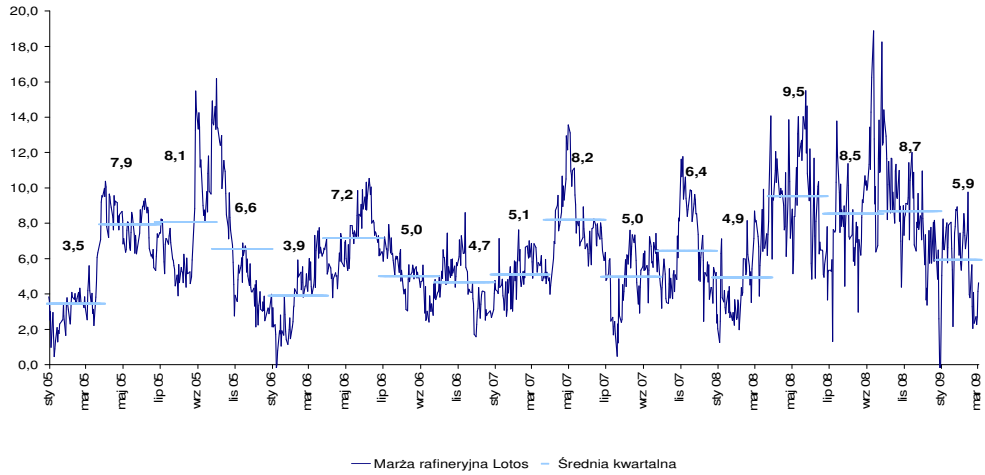


Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

Segment rafineryjny

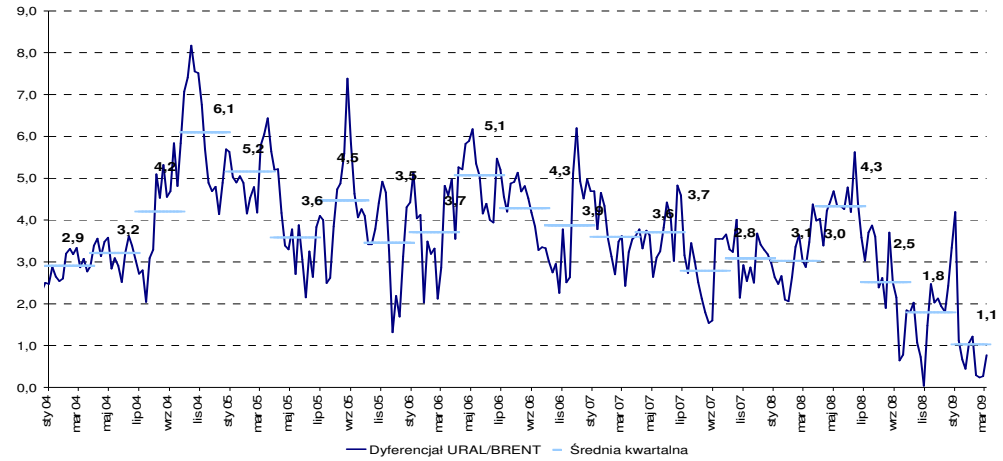
W naszych prognozach zakładamy, że otoczenie makro dla działalności rafineryjnej będzie w 2009 roku znacząco odmienne niż w roku poprzednim. Rok 2008 był okresem bardzo wysokiej zmienności praktycznie wszystkich kluczowych parametrów, a więc cracków na produktach, dyferencjału Ural/Brent, kursu USD/PLN oraz cen surowca. Z jednej strony mieliśmy do czynienia z ponadprzeciętnymi wskazaniami benchmarkowych marż rafineryjnych, ale z punktu widzenia Lotosu niski kurs dolara oraz dynamiczne wzrosty cen ropy (utrudnienie w utrzymaniu marży na produktach niebenchmarkowych) w dużej mierze neutralizował ten pozytywny efekt. Dodatkowo w drugim półroczu zanotowaliśmy wyraźny spadek dyskonta cenowego na ropie rosyjskiej, a wynik raportowany osłabiły przeszacowania zapasów w związku z przeceną surowca, jaka rozpoczęła się w lipcu (roczny efekt LIFO to -612 mln PLN). W 2009 roku powinniśmy mieć do czynienia ze znacznie stabilniejszym otoczeniem zewnętrznym, co w naszej opinii pozwoli również na wypracowanie przez Lotos wyższej rentowności w segmencie rafineryjnym, mimo planowanego na przełom marca i kwietnia miesięcznego przestoju remontowego (przestój obniży przerób w 1H'09, ale planowane uruchomienie instalacji HON w sierpniu oraz CDU w październiku w części ten negatywny efekt zneutralizuje). Głównym pozytywnym czynnikiem, który będzie wspierał wyniki Spółki powinien być kurs USD/PLN (założenie 3,39 USD/PLN vs. 2,42 rok wcześniej). Słabiej będą prezentowały się natomiast marża rafineryjna oraz dyferencjał, choć w przypadku tego drugiego parametru oczekujemy znacznej poprawy od obecnych bardzo niskich poziomów. Ostatecznie EBIT LIFO segmentu powinien ukształtować się na poziomie 296 mln PLN vs. 273 mln PLN w 2008 roku. Raportowany wynik będzie jednak o 154 mln PLN wyższy, co ma związek z oczekiwanymi przez nas wzrostami cen ropy i pozytywnym efektem przeszacowania zapasów.

Modelowa marża rafineryjna* Lotosu 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

Dyferencjał Ural/Brent



Źródło: Bloomberg, szacunki DI BRE

Działalność finansowa

Ostateczny skonsolidowany wynik netto Lotosu będzie w tym roku w dużej mierze pochodną sytuacji na rynku walutowym w związku z ekspozycją na parę USD/PLN w postaci ponad 0,7 mld USD kredytu inwestycyjnego. W 4Q'08 przeszacowania z tego tytułu sięgnęły -350 mln PLN, a obecny kurs złotego implikuje dodatkową stratę rzędu 430 mln PLN. W przyjętym przez nas scenariuszu makro (oczekujemy umocnienia polskiej waluty), przeszacowania te powinny zostać odwrócone w drugiej połowie roku i ostatecznie saldo na działalności finansowej wyniesie -226 mln PLN (w tym uwzględniamy już straty na pozycjach zabezpieczających kurs walutowy i neutralny wynik na hedgingu marży rafineryjnej oraz stopy procentowej). Zwracamy jednak uwagę, iż w obecnym otoczeniu prognozy kursu USD/PLN są obarczone dużym ryzykiem i dlatego poniżej zamieszczamy symulację zysku Lotosu przy założeniu utrzymania się kursu walutowego na obecnym poziomie (oprócz kwestii przeszacowania kredytu dolarowego wrażliwość dotyczy efektu LIFO oraz złotówkowej marży EBITDA).

Analiza wrażliwości wyników Lotosu na kursy walut

Scenariusz bazowy					
	I kw. 09P	**II kw. 09P**	**III kw. 09P**	**IV kw. 09P**	**2009P**
Kurs średni USD/PLN	3,45	3,55	3,40	3,15	3,39
Kurs USD/PLN na koniec okresu	3,60	3,50	3,30	3,00	3,00
Kurs EUR/USD koniec okresu	1,31	1,26	1,21	1,33	1,33
EBIT	**57,7**	**208,2**	**115,3**	**163,2**	**544,4**
Efekt LIFO	-34,1	145,9	25,5	17,1	154,5
EBITDA	142,6	306,2	230,3	280,2	959,2
Działalność finansowa netto	-657,1	10,8	131,4	288,8	-226,0
Zysk netto	**-600,9**	**209,2**	**223,6**	**410,0**	**241,9**

Scenariusz utrzymania się aktualnych kursów walut					
	I kw. 09P	**II kw. 09P**	**III kw. 09P**	**IV kw. 09P**	**2009P**
Kurs średni USD/PLN	3,45	3,65	3,65	3,65	3,60
Kurs USD/PLN na koniec okresu	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Kurs EUR/USD koniec okresu	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29
EBIT	**57,7**	**247,2**	**192,0**	**327,8**	**824,7**
Efekt LIFO	-34,1	178,0	79,1	119,1	342,1
EBITDA	142,6	345,2	307,0	444,7	1 239,6
Działalność finansowa netto	-725,1	-26,0	-28,7	-30,8	-810,5
Zysk netto	**-668,9**	**211,4**	**125,3**	**221,6**	**-110,7**

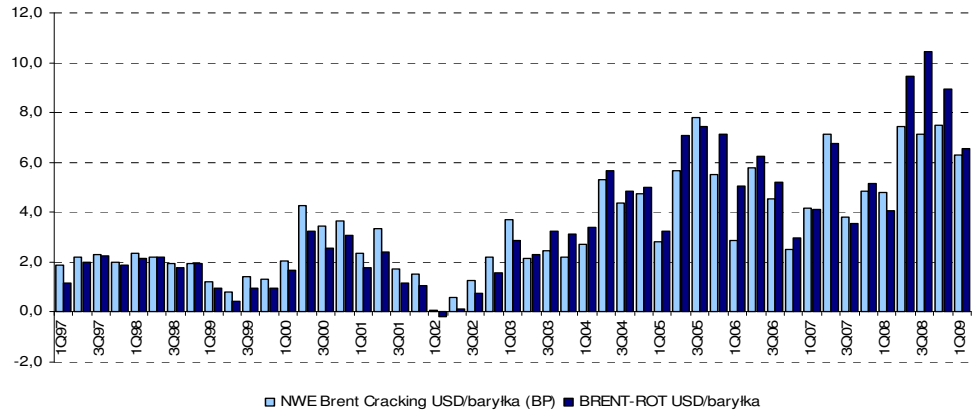
Źródło: szacunki DI BRE

Aktualne trendy makro i nasze prognozy

Marża rafineryjna

Lata 2004-2008 były z punktu widzenia rafinerii okresem wysokich ponadprzeciętnych marż przerobowych napędzanych przez światowy wzrost gospodarczy i rosnące zapotrzebowanie na paliwa przede wszystkim w krajach rozwijających się (CAGR dla Chin w latach 2004-08 wyniósł 7%). Rok 2008 był kulminacją tych trendów, a globalne problemy z zaopatrzeniem w olej napędowy wywindowały cracki na tym paliwie do niespotykanych poziomów (250-300 USD/t), co mimo juz mocno słabnącego popytu na benzynę w USA, pozwoliło na ukształtowanie się marży BRENT-ROT na średnim poziomie 8,2 USD/Bbl (średnia 10-letnia 3,6 USD/Bbl). Rentowność na produkcji paliw nie spadła nawet w końcówce roku w obliczu rozwijającego się globalnego kryzysu gospodarczego, co jednak zawdzięczaliśmy już wyłącznie dramatycznej przecenie surowca, która doprowadziła do szybkiego zmniejszenia ujemnych cracków na ciężkich pozostałościach rafinacji. Obecnie w wyniku spadków rentowności na dieslu obserwujemy systematyczny spadek benchmarkowych marż rafineryjnych w Europie i na świecie. Dodatkową presję na rentowność w sektorze wywierają spodziewane uruchomienia nowych mocy wytwórczych, szczególnie w Chinach i Indiach. Na razie większość dużych projektów ma nieplanowane lub celowe opóźnienia (problem z rozruchem wystąpił m.in. w przypadku największego na świecie kompleksu rafineryjnego w Indiach, który po rozbudowie miała przerabiać 61 mln ton surowca rocznie). Oczekuje się jednak, że ostatecznie w 2009 roku moce produkcyjne mogą wzrosnąć o około 2%, podczas gdy popyt wg. obecnych prognoz IEA może obniżyć się o 1,1%. Naszym zdaniem wpływ tych nowych mocy na sytuację w Europie może być ograniczony ze względu na fakt, iż większość nowych instalacji powstaje w Azji oraz z uwagi na nowe zaostrzone limity zawartości siarki w paliwach zużywanych w UE, które mogą spowodować wypadnięcie z rynku części małych zakładów (przykładowo koszty instalacji hydroodsiarczania ON w Lotosie to około 450 mln PLN, a w Orlenie nowa tego typu instalacja kosztować ma 400 mln PLN- w tej chwili w Płocku funkcjonuje już 6 HON-ów). Bez wątpienia jednak pogorszenie marż nastąpi, a jego skala może sprowadzić marże do średnioterminowych średnich. Zejście do poziomów średniej 5-letniej oznaczałoby spadek marż o 25-30% w relacji do 2008 roku, natomiast w gorszym scenariuszu osiągnięcia średniej 10-letniej obniżka mogłaby sięgnąć nawet 50%. Na razie odczyty za pierwsze 2 miesiące roku nadal implikują dodatnią dynamikę w relacji do 1Q'08.

Marża BRENT-ROT oraz NWE cracking margin wg. BP w USD/Bbl

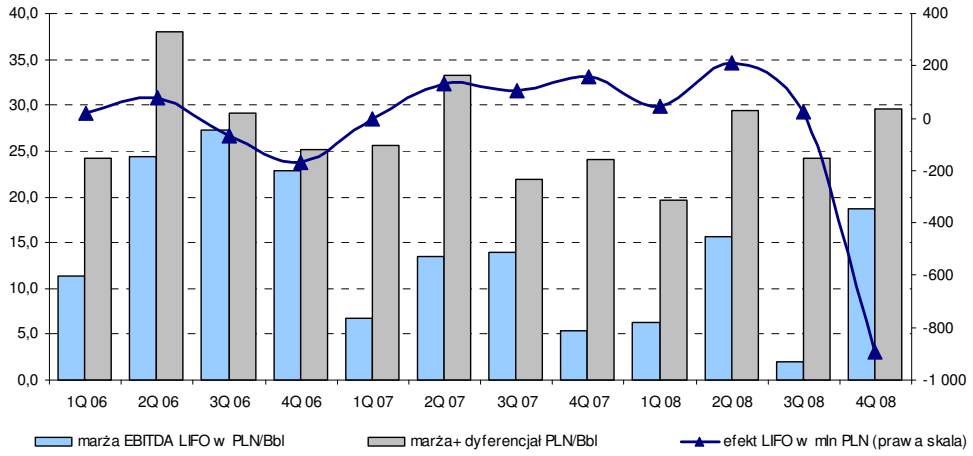


Źródło: Reuters, BP

Hossa na marżach benchmarkowych w ostatnich latach była oczywiście odczuwalna dla rafinerii w Gdańsku, aczkolwiek warto zauważyć, że wysokie nominalne odczyty tego parametru nie przekładały się w pełni na osiągane przez Lotos wyniki operacyjne, co obrazuje poniższy wykres przedstawiający jednostkowy poziom EBITDA Spółki w relacji do benchmarku. Zauważalne wyraźne odchylenie rośnie w otoczeniu drożejącej ropy naftowej, co jest efektem struktury uzysków rafinerii, w której ponad 30% stanowią ciężkie pozostałości (oleje opałowe, oleje bazowe i smarowe, asfalty). W środowisku wzrostu cen surowca Spółce jest bowiem znacznie trudniej zarządzać rentownością na tych produktach, głównie z uwagi na specyfikę kontraktów handlowych, w których ustalana jest stała cena w perspektywie miesiąca czy kwartału (asfalt, oleje smarowe). Z tego właśnie względu, marża liczona z zakwalifikowaniem wszystkich tych produktów jako HSFO z pełną dzienną indeksacją do cen ropy, może być nieco myląca w zmiennym otoczeniu makro. Stąd, mimo iż parametr ten liczony dla uzysków Lotosu był w 2008 roku zbliżony do benchmarku Brent-ROT, to realizowana marża była zdecydowanie niższa. Z powyższej tej analizy wynika, iż Spółka mimo

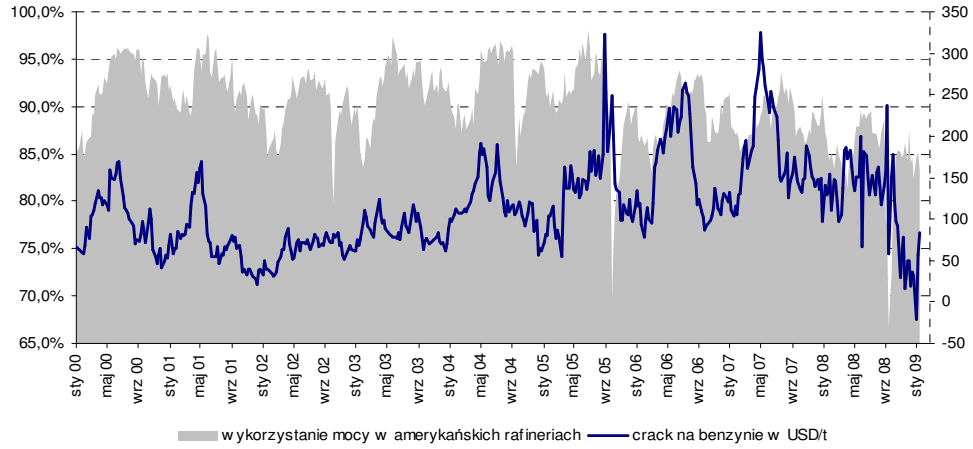
obserwowanego obecnie spadku rynkowych marż w ujęciu r/r, może poprawić rentowność na ciężkich pozostałościach i tym samym pogorszenie benchmarków wpłynie na pogorszenie wyników w znacznie mniejszym stopniu. Nie można zapomnieć także o kursie USD/PLN, który w okresie aprecjacji polskiej waluty nie sprzyjał raportowaniu wysokich wyników z działalności rafineryjnej.

Benchmarkowa marża Lotosu (marża+dyferencjał) w relacji do realizowanej marży EBITDA w PLN/Bbl



Źródło: Bloomberg, Lotos, szacunki DI BRE

Wykorzystanie mocy w amerykańskich rafineriach vs crack na benzynie

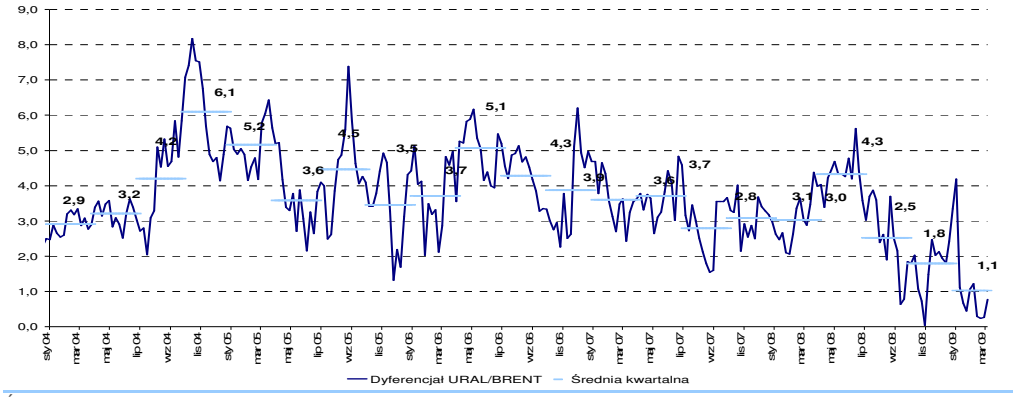


Źródło: EIA, Bloomberg, szacunki DI BRE

Dyferencjał Ural/Brent

W drugiej połowie 2008 obserwowaliśmy systematyczny spadek dyferencjału Ural/Brent z okolicy 3 USD/Bbl do 1 USD/Bbl. Niektórzy obserwatorzy rynku stawiali tezę, iż to zawężenie różnicy w cenie ropy lekkiej i zasiarczonej ma charakter trwały gdyż wynika w dużej mierze ze świadomych kroków podjętych przez eksporterów rosyjskich, którzy dokonali zmian kierunków eksportu i w ten sposób ograniczyli podaż ropy Rebco w Europie. My całkowicie nie zgadzamy się z taką diagnozą zjawiska i uważamy, że w środowisku spadających cen surowca i obniżania popytu światowego, warunki do takiego rosyjskiego „szantażu" odbiorców europejskich były mocno niesprzyjające, abstrahując już od technicznych możliwości realizacji takiego przedsięwzięcia w tak krótkim czasie (około 60% eksportu rosyjskiej ropy nadal kierowane jest do Europy przez port w Primorsku i rurociąg Przyjaźń, a kolejne 30% przez portu na Morzu Czarnym). W naszej opinii przyczyn tak znaczącego i nagłego spadku dyskonta w cenie ropy rosyjskiej należy szukać w relacjach marżowości produkcji diesla i ciężkich olejów opałowych oraz opłacalności eksportu dla rosyjskich koncernów naftowych.

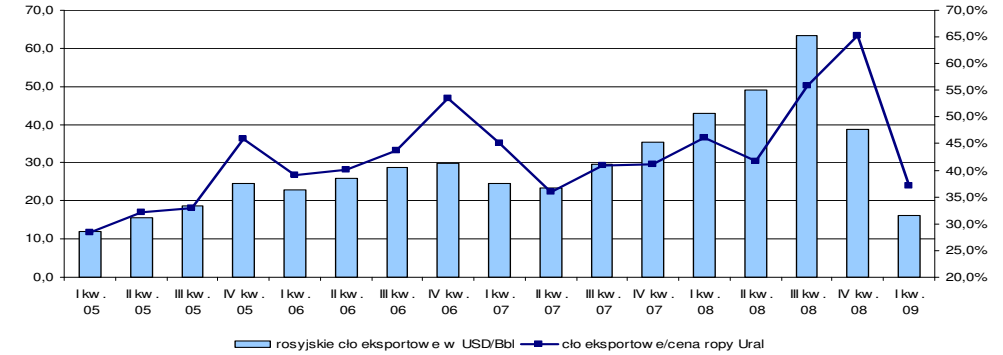
Dyferencjał Ural/Brent w USD/Bbl

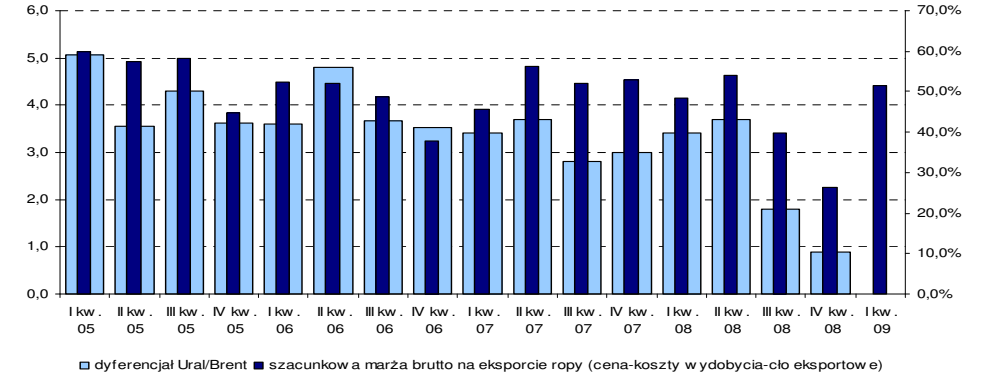


Źródło: Bloomberg, szacunki DI BRE

W pierwszej kolejności chcieliśmy się skupić na tej drugiej kwestii, a więc zmianie opłacalności eksportu w sytuacji drastycznych spadków cen ropy na rynkach światowych w 3Q'08 i 4Q'08. Analiza uproszczonej marży brutto tej działalności rosyjskich koncernów paliwowych w zależności od ceny surowca i wysokości cła eksportowego wskazuje, że w drugiej połowie zeszłego roku doszło do załamania rentowności na zagranicznej sprzedaży ropy Ural. Wynikało to przede wszystkim z mechanizmu ustalania wysokości opłaty celnej, który bazując na kroczącej średniej cenie z kwartału poprzedzającego nie był w stanie nadążyć za szybko spadającymi przychodami w związku ze spadkami cen spotowych. Z uwagi na dynamikę zniżki notowań na światowych giełdach ropy, nie pomagały również doraźne obniżki cła wprowadzane przez administrację poza istniejącym mechanizmem. Taka sytuacja mogła być właśnie jedną z przyczyn wyraźnego spadku wolumenów rosyjskiej ropy na Morzu Bałtyckim, co w części odpowiada za zawężenie się dyferencjału Ural/Brent. Obecnie, po ustabilizowaniu się cen surowca, poziom cła eksportowego zdążył się już dopasować do realiów rynkowych i naszym zdaniem będzie to owocować systematycznym zwiększaniem eksportu przez rosyjskie koncerny naftowe. Nieoficjalne sygnały od traderów potwierdzają, że wolumeny dostępne z Primorska zaczynają powoli rosnąć. Nie bez znaczenia w tym kontekście są również potrzeby budżetowe państwa rosyjskiego.

Rosyjskie cło eksportowe na ropę w USD/Bbl vs. dyferencjał

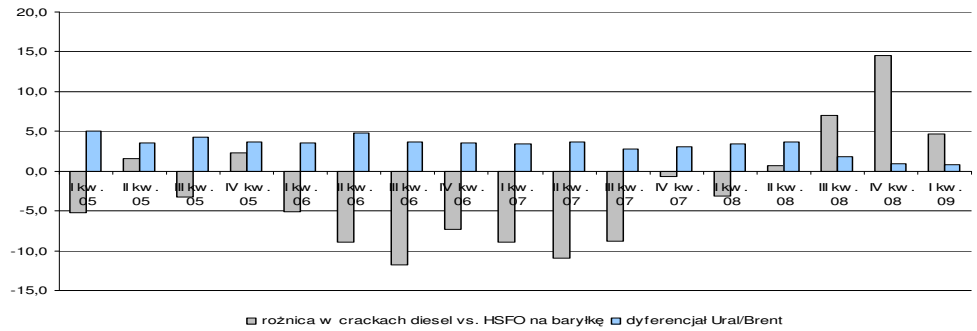




Źródło: Bloomberg, Rosneft, FTS, szacunki DI BRE

Drugim ważnym czynnikiem, który w naszej opinii odpowiada za spadek dyferencjału w 2H'08 są relacje w crackach na dieslu i ciężkim oleju opałowym, gdyż to właśnie uzyski tych produktów (oprócz poziomu zasiarczenia) stanowią podstawową różnicę w ropie Brent i Ural z punktu widzenia rafinerii. Upraszczając można bowiem stwierdzić, że przerób ropy rosyjskiej daje w relacji do ropy lekkiej nieco lepsze uzyski oleju napędowego, ale jednocześnie generuje więcej ciężkich pozostałości, które charakteryzuje ujemna marża. Właśnie dlatego konkurencyjność rosyjskiej ropy należy rozpatrywać nie tylko z poziomu dyferencjału Ural/Brent, ale również przez pryzmat marż na ON i HSFO. W pierwszej połowie 2008 roku wysoki popyt na diesla windował cracki na tym paliwie nawet do 250-300 USD/t, ale jednocześnie wysoka cena ropy decydowała o bardzo wysokich ujemnych crackach na ciężkich olejach, które kształtowały się w okolicach -250 USD/t. Takie relacje nadal dawały rafineriom mocną pozycję negocjacyjną z dostawcami ropy Ural i pozwalały na utrzymanie dyferencjału na wysokim poziomie. Sytuacja zmieniła się jednak diametralnie wraz z rozpoczęciem trendu spadkowego na cenach ropy naftowej. Taniejący surowiec w szybkim tempie zmniejszał ujemne cracki na ciężkich olejach opałowych (wpływ na to miał również rosnący popyt na HSFO ze strony energetyki, dla której szybko rosła atrakcyjność tego paliwa vs. gaz ziemny), co przy utrzymujących się wysokich marżach na dieslu zwiększało konkurencyjność ropy Rebco i dlatego rafinerie były skłonne zaakceptować niższe poziomy dyferencjału (wyraźną poprawę relacji obu cracków w III-cim i IV-tym kwartale doskonale obrazuje poniższy wykres). Obecnie sytuacja ulega jednak zasadniczej zmianie. Ze względu na spowolnienie gospodarcze wyraźnie wyhamowuje popyt na olej napędowy na świecie, co znalazło już odzwierciedlenie w spadku cracków na to paliwo. Zbliżają się one już do poziomu 100 USD/t i nadwyżka nad ujemnymi crackami na HSFO praktycznie została już zniwelowana. Taka relacja sankcjonuje w naszej opinii zwiększenie dyskonta w cenie ropy Ural, gdyż w innym przypadku będzie brakować ekonomicznego uzasadnienia przerabiania cięższej zasiarczonej ropy. Według naszych informacji, takie tendencje są już zauważalne i realne transakcje na Morzu Bałtyckim uwzględniają poziom dyferencjału na istotnie wyższym poziomie niż to wynika z notowań na giełdach w Europie Zachodniej (0,5 USD/Bbl).

Różnica w crackach na diesel i HSFO vs. dyferencjał Ural/Brent w USD/Bbl



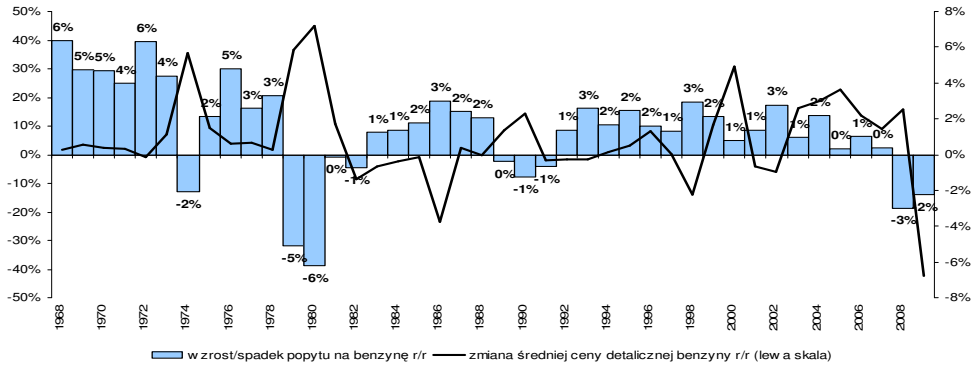
Źródło: Bloomberg, szacunki DI BRE

Podsumowując, uważamy iż obecne niskie poziomy dyferencjału nie utrzymają się długo i ze względu na przedstawione wcześniej czynniki (wzrost wolumenów eksportowych rosyjskiej ropy oraz spadek cracków na oleju napędowych) będziemy w najbliższych miesiącach obserwować trend wzrostowy tego parametru. Oczekujemy, że w II-giej połowie roku dyskonto wróci w okolice 2-2,5 USD/Bbl.

Zapasy ropy i paliw w USA

Kluczowym czynnikiem, który w tym roku może kształtować trendy na cenie ropy naftowej będzie w naszej opinii rozwój sytuacji popytowej w USA. Oprócz niezmiennej od dawna największej wagi w światowej konsumpcji paliw, rynek amerykański ma jeszcze tę zaletę, że możemy śledzić zachodzące tam procesy z częstotliwością tygodniową wraz z publikacjami danych przez Departament Energii. Cotygodniowe komunikaty EIA stanowią więc swoisty papierek lakmusowy dla globalnego rynku ropy i to właśnie w nich powinien pojawić się ewentualny zwiastun poprawy sytuacji. Analiza bieżących i historycznych danych skłania nas ku tezie, że takie pierwsze sygnały właśnie się pojawiają.

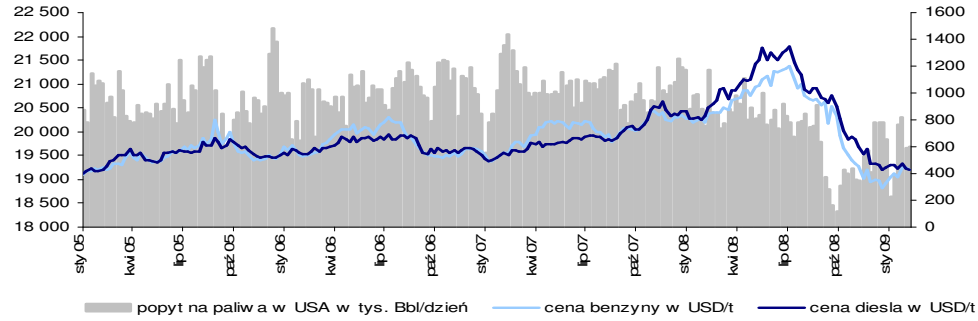
Wpływ zmiany ceny detalicznej benzyny na popyt w USA w latach 1968-2009P



Źródło: EIA, szacunki DI BRE

Powyższy wykres ilustrujący zależność między popytem na benzynę w USA, a jej ceną detaliczną wskazuje, że istnieje wyraźna różnica między obecną sytuacją rynkową a kryzysem z lat 1979-80, z którym tak często buduje się obecnie paralele zwiastując podobne załamanie konsumpcji. Otóż 30 lat temu mieliśmy do czynienia ze znacznie większymi i trwającymi 2 lata z rzędu wzrostami średniej ceny paliwa na amerykańskich stacjach benzynowych (odpowiednio +37% i +45%), co zaowocowało trwałym zduszeniem popytu (dodatnie dynamiki zanotowano dopiero w roku 1983). W roku 2008 obserwowaliśmy co prawda także bardzo znaczny wzrost cen, ale został w znacznej mierze zneutralizowany przez załamanie rynku ropy w 2H'08 (ostatecznie średni wzrost dla zeszłego roku wyniósł tylko 16%). Przecena osiągnęła taki poziom, że z punktu widzenia amerykańskiego konsumenta aktualna cena benzyny jest średnio już o 42% niższa niż w ubiegłym roku (od szczytów spadki przekraczają 55%). W tym kontekście efekt elastyczności cenowej popytu powinien w naszej opinii zacząć działać w odwrotnym niż w 1H'08 kierunku. Oczywiście mając na uwadze „kryzysowe" nastroje konsumenckie nie można oczekiwać znacznego wzrostu konsumpcji, ale wydaje się że możliwa jest jej stabilizacja na obecnym poziomie (niska baza została już wyznaczona przez spadek konsumpcji o 3% w zeszłym roku). Taki właśnie scenariusz uprawdopodabniają dane napływające z USA w ostatnich tygodniach, w których obserwujemy systematyczny spadek ujemnej dynamiki (r/r) konsumpcji benzyny liczonej dla kroczącej średniej miesięcznej. Jeszcze na początku stycznia odczyty wskazywały na spadek popytu przekraczający 4%, ale w końcówce lutego dynamika zmniejszyła się praktycznie do zera. Utrzymanie się tej tendencji będzie miało w naszej opinii istotne implikacje dla trendów na zapasach paliw gotowych i ropy, które mogą pozytywnie wpłynąć na ceny surowca.

Popyt na paliwa w USA vs. ceny

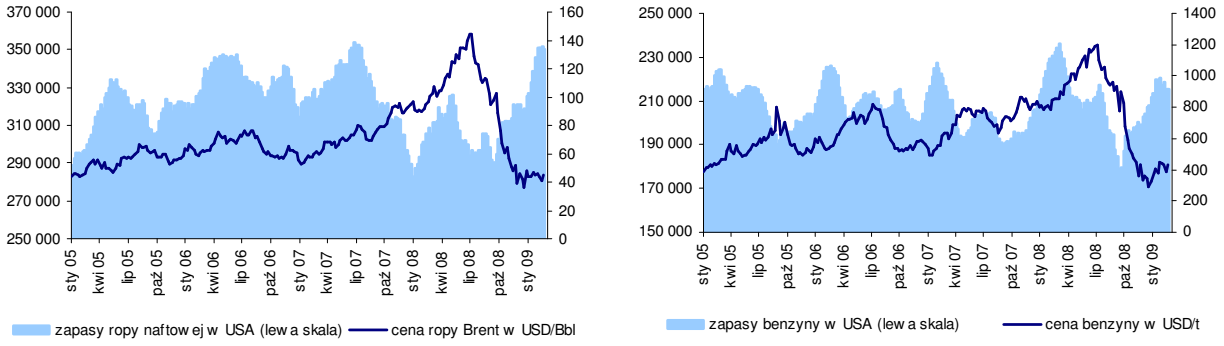


Źródło: EIA, Bloomberg

Ustabilizowanie się popytu jest naszym zdaniem warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym do odwrócenia trendów wzrostowych na zapasach ropy i benzyny. Pozostaje jeszcze kwestia poziomu importu, który w ostatnich miesiącach miał duży udział w nadbudowaniu się ponadprzeciętnych rezerw w amerykańskich magazynach. Duża globalna podaż surowca zachęcała do jego spekulacyjnego zakupu tym bardziej, że w kontraktach terminowych contango urosło do ponad 15 USD/Bbl (luty vs. grudzień). Ten zyskowny arbitraż powinien być jednak w najbliższym czasie zamknięty przez głównych producentów, przede wszystkim ograniczeniem produkcji, co właśnie OPEC robi. Te decyzje wpłyną na spadek spekulacyjnego importu do USA, co przy oczekiwanym wzroście wykorzystania mocy przerobowych w amerykańskich rafineriach (wyraźny wzrost cracków na benzynie) powinno

doprowadzić do spadku rezerw surowca. Taki scenariusz oznaczałby możliwość przebicia granicy 50 USD/Bbl i poprawę nastrojów w sektorze oil&gas, co nie pozostałoby bez znaczenia dla kursów polskich spółek paliwowych. Najnowsze dane EIA informują już o spadku rezerw benzyny przy stabilnym popycie i obniżeniu zapasów surowca w kluczowym punkcie w Cushing. Realizacja naszego scenariusza wydaje się więc prawdopodobna.

Zapasy ropy naftowej i benzyny w USA



Źródło: EIA

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	52,9	70,0	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	50,6	67,5	77,6	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	2,3	2,5	2,4	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	5,3	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	5 893	9 000	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500	10 500
Wydobycie Petrobaltic	233	264	187	258	189	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	3,39	2,96	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	3,91	3,80	3,50	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 (69% z uwagi na posiadany udział w Petrobalticu).
- 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 2008 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	**52,9**	**70,0**	**80,0**	**90,0**	**90,0**	**90,0**	**90,0**	**90,0**	**90,0**	**90,0**	
Wydobycie ropy w tys. ton	**189**	**189**	**191**	**646**	**750**	**1 000**	**1 000**	**1 000**	**1 000**	**1 000**	
Przychody ze sprzedaży	**271,0**	**243,2**	**276,3**	**1 066,0**	**1 276,8**	**1 708,9**	**1 708,9**	**1 708,9**	**1 708,9**	**1 708,9**	
zmiana	*-28,9%*	*-10,3%*	*13,6%*	*285,8%*	*19,8%*	*33,8%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	
EBITDA	**157,5**	**147,9**	**177,4**	**706,7**	**859,8**	**1 153,2**	**1 153,2**	**1 153,1**	**1 153,1**	**1 153,1**	**1 153,1**
marża EBITDA	*58,1%*	*60,8%*	*64,2%*	*66,3%*	*67,3%*	*67,5%*	*67,5%*	*67,5%*	*67,5%*	*67,5%*	*67,5%*
Amortyzacja	66,7	97,5	95,6	198,5	192,7	194,2	195,8	205,3	209,9	209,9	209,9
EBIT	**90,7**	**50,4**	**81,8**	**508,2**	**667,1**	**959,0**	**957,4**	**947,8**	**943,2**	**943,2**	**943,2**
marża EBIT	*33,5%*	*20,7%*	*29,6%*	*47,7%*	*52,2%*	*56,1%*	*56,0%*	*55,5%*	*55,2%*	*55,2%*	*55,2%*
Opodatkowanie EBIT	17,2	9,6	15,5	96,6	126,7	182,2	181,9	180,1	179,2	179,2	179,2
NOPLAT	**73,5**	**40,8**	**66,3**	**411,7**	**540,3**	**776,8**	**775,5**	**767,7**	**764,0**	**764,0**	**764,0**
CAPEX	-505,6	-1 173,9	-746,3	-774,3	-292,4	-292,4	-292,4	-292,4	-292,4	-292,4	-570,1
Kapitał obrotowy	1,8	0,5	-0,5	-13,1	-3,5	-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	1,0	2,0
FCF	**-363,5**	**-1 035,1**	**-584,9**	**-177,1**	**437,2**	**671,5**	**678,9**	**680,7**	**681,5**	**681,5**	**403,7**
WACC	*10,9%*	*8,7%*	*8,2%*	*8,6%*	*9,5%*	*10,7%*	*11,8%*	*11,7%*	*11,7%*	*11,7%*	*11,7%*
współczynnik dyskonta	*90,2%*	*82,9%*	*76,6%*	*70,6%*	*64,5%*	*58,2%*	*52,1%*	*46,6%*	*41,8%*	*37,4%*	*37,4%*
PV FCF	-327,7	-858,4	-448,2	-125,0	281,8	391,0	353,5	317,4	284,6	254,9	151,0
WACC	***10,9%***	***8,7%***	***8,2%***	***8,6%***	***9,5%***	***10,7%***	***11,8%***	***11,7%***	***11,7%***	***11,7%***	***11,7%***
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	*21,6%*	*56,2%*	*63,6%*	*58,0%*	*44,5%*	*25,4%*	*7,2%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*
Koszt kapitału własnego	*12,3%*	*12,3%*	*12,3%*	*12,3%*	*12,3%*	*12,3%*	*12,3%*	*12,3%*	*12,3%*	*12,3%*	*12,3%*
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	1,2	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)	3 462,1
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 294,8
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	-131,0
Wartość firmy (EV)	1 163,9
Dług netto	-95,7
Wartość firmy	1 259,6
Liczba akcji Lotosu (mln)	113,7
Udział Lotosu w kapitale Petrobalticu	69%
Wartość pakietu Petrobaltic należącego do Lotosu	979,0
Wartość pakietu na akcję Lotosu (PLN)	**8,6**

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF, cenę docelową dla jednej akcji Lotosu szacujemy na 26,7 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 2008. 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 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)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	**12 166**	**19 029**	**23 901**	**25 677**	**25 809**	**25 947**	**26 093**	**26 246**	**26 405**	**26 582**	**26 582**
zmiana	*-25,4%*	*56,4%*	*25,6%*	*7,4%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,6%*	*0,6%*	*0,6%*	*0,7%*	*0,0%*
EBITDA	**801,8**	**1 059,0**	**1 810,5**	**1 823,5**	**1 561,6**	**1 541,5**	**1 480,2**	**1 432,4**	**1 410,7**	**1 398,0**	**1 398,0**
marża EBITDA	*6,6%*	*5,6%*	*7,6%*	*7,1%*	*6,1%*	*5,9%*	*5,7%*	*5,5%*	*5,3%*	*5,3%*	*5,3%*
Amortyzacja	348,1	601,5	686,8	668,5	586,9	531,7	509,3	521,6	527,5	524,6	410,0
EBIT	**453,6**	**457,5**	**1 123,7**	**1 155,0**	**974,7**	**1 009,9**	**970,9**	**910,7**	**883,2**	**873,4**	**988,0**
marża EBIT	*3,7%*	*2,4%*	*4,7%*	*4,5%*	*3,8%*	*3,9%*	*3,7%*	*3,5%*	*3,3%*	*3,3%*	*3,7%*
Opodatkowanie EBIT	86,2	86,9	213,5	219,4	185,2	191,9	184,5	173,0	167,8	165,9	187,7
NOPLAT	**367,4**	**370,6**	**910,2**	**935,5**	**789,5**	**818,0**	**786,4**	**737,7**	**715,4**	**707,5**	**800,3**
CAPEX	-2 083	-1 298	-440	-410	-410	-410	-410	-410	-410	-410	-410
Kapitał obrotowy	-46,7	-377,9	-1 130,2	-963,1	-5,8	-26,7	-20,6	-21,8	-22,9	-24,3	-22,9
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	**-1 414,4**	**-703,7**	**26,8**	**231,0**	**960,6**	**913,0**	**865,1**	**827,6**	**810,0**	**797,7**	**777,4**
WACC	*8,5%*	*8,4%*	*8,6%*	*8,8%*	*8,8%*	*8,8%*	*8,8%*	*8,8%*	*8,8%*	*8,8%*	*9,7%*
współczynnik dyskonta	*92,1%*	*85,0%*	*78,2%*	*71,9%*	*66,1%*	*60,8%*	*55,8%*	*51,3%*	*47,2%*	*43,4%*	*43,4%*
PV FCF	-1 303,2	-598,1	21,0	166,2	635,1	554,6	483,0	424,7	382,1	345,9	
WACC	***8,5%***	***8,4%***	***8,6%***	***8,8%***	***8,8%***	***8,8%***	***8,8%***	***8,8%***	***8,8%***	***8,8%***	***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	*51,5%*	*53,4%*	*49,7%*	*47,1%*	*46,5%*	*45,7%*	*46,0%*	*46,5%*	*46,7%*	*46,8%*	*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	*1,0%*
Wartość rezydualna (TV)	8 952,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	3 882,0
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 111,3
Wartość firmy (EV)	4 993,3
Dług netto	3 301,7
Wartość firmy	1 691,5
Liczba akcji (mln)	113,7
Wartość firmy na akcję w PLN (bez Petrobalticu)	**14,9**
Wartość udziałów w Petrobalticu na akcję	**8,6**
Wartość posiadanych złoż Yme na akcję	**1,2**
Ostateczna wartość akcji Lotosu	**24,7**
9-miesięczny koszt kapitału	8,4%
Cena docelowa	**26,7**
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	7,0
P/E('09) dla ceny docelowej	12,6
Udział TV w EV	78%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	**1,0%**	**2,0%**	**3,0%**	**4,0%**
WACC +1,0pp	19,8	22,9	26,7	31,5	37,8
WACC +0,5pp	21,3	24,7	29,0	34,4	41,7
WACC	22,9	26,7	31,5	37,8	46,2
WACC -0,5pp	24,7	29,0	34,4	41,7	51,7
WACC -01,0pp	26,7	31,5	37,8	46,2	58,3

Wycena porównawcza

		P/E				EV/EBITDA			
	Cena	**2007**	**2008P**	**2009P**	**2010P**	**2007**	**2008P**	**2009P**	**2010P**
MOL	8595,0	4,5	4,7	7,0	6,7	3,4	3,9	4,0	4,1
OMV	20,4	3,9	3,2	5,2	3,9	3,6	2,8	3,7	3,1
PKN	22,3	3,9	-14,4	4,7	5,5	4,3	6,6	4,1	4,2
Tupras	16,0	3,6	4,5	5,4	4,2	3,6	2,6	4,0	3,6
Hellenic	5,9	6,5	6,9	8,9	8,2	6,0	6,1	7,2	6,5
Unipetrol	116,0	5,2	20,7	8,2	7,3	2,4	4,2	3,2	3,0
SNP Petrom	0,1	3,4	2,8	3,0	2,8	1,6	1,2	1,3	1,1
ERG	9,0	21,2	11,4	16,1	11,2	3,8	2,6	3,7	2,9
Neste	9,0	4,5	5,1	6,6	6,2	3,8	3,9	4,6	4,2
Motor Oil	7,3	5,7	5,9	7,4	5,9	5,7	5,9	6,4	5,7
INA	970,0	9,9	-15,5	8,0	6,0	6,3	5,6	5,6	4,2
Maksimum		21,2	20,7	16,1	11,2	6,3	6,6	7,2	6,5
Minimum		3,4	-15,5	3,0	2,8	1,6	1,2	1,3	1,1
Mediana		**4,5**	**4,7**	**7,0**	**6,0**	**3,8**	**3,9**	**4,0**	**4,1**
Lotos*	11,4	1,7	-2,7	5,4	3,7	4,8	28,0	7,1	7,2
(premia / dyskonto)		-62,8%	-157,9%	-23,3%	-38,4%	27,8%	611,5%	76,6%	76,7%
Implikowana wycena									
Mediana		4,5	4,7	7,0	6,0	3,8	3,9	4,0	4,1
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)		**11,9**							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2008

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)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2011P
Przychody ze sprzedaży	**12 798,1**	**13 125,1**	**16 316,3**	**12 165,8**	**19 029,5**	**23 901,1**	**25 676,6**
zmiana	*32,7%*	*2,6%*	*24,3%*	*-25,4%*	*56,4%*	*25,6%*	*7,4%*
EBIT	**798,3**	**713,7**	**-141,6**	**544,4**	**507,9**	**1 205,5**	**1 663,2**
Rafineria	627,0	617,0	-339,0	450,8	440,7	1 092,8	1 119,8
w tym LIFO	-133,0	393,3	-612,1	154,5	180,9	153,1	242,1
Upstream	201,0	134,0	194,0	90,7	50,4	81,8	508,2
Detal	-37,0	-50,0	-17,0	-14,6	1,3	17,3	23,1
Pozostałe	7,3	12,7	20,4	17,5	15,5	13,6	12,0
EBIT LIFO	**931,3**	**320,4**	**470,5**	**389,9**	**327,0**	**1 052,4**	**1 421,1**
EBIT	**798,3**	**713,7**	**-141,6**	**544,4**	**507,9**	**1 205,5**	**1 663,2**
zmiana	*-22,8%*	*-10,6%*	*-119,8%*	*-484,5%*	*-6,7%*	*137,3%*	*38,0%*
marża EBIT	*6,2%*	*5,4%*	*-0,9%*	*4,5%*	*2,7%*	*5,0%*	*6,5%*
Wynik na działalności finansowej	91,7	268,6	-378,2	-226,0	-61,6	-72,4	-304,8
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	25,8	22,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	**915,9**	**1 004,5**	**-519,7**	**318,3**	**446,4**	**1 133,1**	**1 358,4**
Podatek dochodowy	181,2	190,3	-97,8	60,5	84,8	215,3	258,1
Udziałowcy mniejszościowi	54,7	37,0	53,8	15,9	8,9	14,4	89,3
Zysk netto	**679,9**	**777,2**	**-475,7**	**241,9**	**352,7**	**903,4**	**1 011,0**
zmiana	*-22,7%*	*14,3%*	*-161,2%*	*-150,8%*	*45,8%*	*156,1%*	*11,9%*
marża	*5,3%*	*5,9%*	*-2,9%*	*2,0%*	*1,9%*	*3,8%*	*3,9%*
Amortyzacja	297,4	306,2	316,3	414,9	699,0	782,4	867,0
EBITDA	**1 095,7**	**1 019,9**	**174,7**	**959,2**	**1 207,0**	**1 987,9**	**2 530,2**
zmiana	*-15,6%*	*-6,9%*	*-82,9%*	*449,0%*	*25,8%*	*64,7%*	*27,3%*
marża EBITDA	*8,6%*	*7,8%*	*1,1%*	*7,9%*	*6,3%*	*8,3%*	*9,9%*
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7
EPS	6,0	6,8	-4,2	2,1	3,1	7,9	8,9
CEPS	8,6	9,5	-1,4	5,8	9,3	14,8	16,5
ROAE	*14,1%*	*14,2%*	*-8,5%*	*4,4%*	*6,1%*	*14,1%*	*13,7%*
ROAA	*9,2%*	*8,9%*	*-4,4%*	*1,9%*	*2,3%*	*4,9%*	*5,0%*

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2011P
AKTYWA	**7 763,5**	**9 720,4**	**12 117,1**	**13 794,4**	**17 099,9**	**19 452,8**	**21 018,7**
Majątek trwały	**3 781,8**	**4 508,1**	**7 016,7**	**9 190,6**	**10 963,4**	**11 367,3**	**11 684,5**
Rzeczowe aktywa trwałe	3 484,9	4 253,0	6 724,6	8 866,1	10 646,3	11 092,1	11 429,4
Wartości niematerialne i prawne	55,9	65,0	56,1	88,5	81,1	39,2	19,1
Wartość firmy	67,1	58,2	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6
Inwestycje długoterminowe	111,9	73,5	51,2	51,2	51,2	51,2	51,2
Pozostałe aktywa trwałe	62,2	58,4	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2
Majątek obrotowy	**3 981,7**	**5 212,3**	**5 100,4**	**4 603,8**	**6 136,5**	**8 085,5**	**9 334,2**
Zapasy	1 707,4	2 589,3	2 454,9	2 402,9	2 904,6	4 121,7	5 103,6
Należności krótkoterminowe	1 276,5	1 542,5	1 559,9	1 296,4	2 027,8	2 546,9	2 736,1
Pozostałe aktywa obrotowe	225,4	155,5	373,3	373,3	373,3	373,3	373,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	772,4	925,0	712,4	531,2	830,9	1 043,6	1 121,1

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2011P
PASYWA	**7 763,5**	**9 720,4**	**12 117,1**	**13 794,4**	**17 099,9**	**19 452,8**	**21 018,7**
Kapitał własny	**5 095,5**	**5 816,2**	**5 350,8**	**5 592,7**	**5 945,4**	**6 848,8**	**7 859,8**
Kapitał akcyjny	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7
Pozostałe kapitały własne	4 981,8	5 702,5	5 237,1	5 479,0	5 831,7	6 735,1	7 746,1
Kapitały mniejszości	**306,4**	**334,7**	**385,7**	**401,7**	**410,5**	**424,9**	**514,2**
Zobowiązania długoterminowe	**719,6**	**1 215,6**	**3 718,3**	**5 283,6**	**7 117,3**	**7 844,4**	**8 059,0**
Pożyczki i kredyty	330,7	842,9	3 439,2	5 004,4	6 838,2	7 565,3	7 779,9
Pozostałe	388,9	372,7	279,1	279,1	279,1	279,1	279,1
Zobowiązania krótkoterminowe	**1 642,0**	**2 353,8**	**2 662,2**	**2 516,4**	**3 626,7**	**4 334,6**	**4 585,7**
Pożyczki i kredyty	173,5	517,2	479,3	697,4	953,0	1 054,3	1 084,2
Zobowiązania handlowe	1 385,1	1 757,5	1 878,9	1 515,0	2 369,7	2 976,4	3 197,5
Pozostałe	83,4	79,2	304,0	304,0	304,0	304,0	304,0
Dług	504,2	1 360,1	3 918,5	5 701,8	7 791,1	8 619,6	8 864,1
Dług netto	-268,2	435,1	3 206,1	5 170,7	6 960,3	7 576,0	7 743,0
(Dług netto / Kapitał własny)	*-5,3%*	*7,5%*	*59,9%*	*92,5%*	*117,1%*	*110,6%*	*98,5%*
(Dług netto / EBITDA)	-0,2	0,4	18,3	5,4	5,8	3,8	3,1
BVPS	44,8	51,2	47,1	49,2	52,3	60,2	69,1

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2011P
Przepływy operacyjne	**654,4**	**189,5**	**319,9**	**850,2**	**743,8**	**643,0**	**1 322,1**
Zysk netto	679,9	777,2	-475,7	241,9	352,7	903,4	1 011,0
Amortyzacja	297,4	306,2	316,3	414,9	699,0	782,4	867,0
Kapitał obrotowy	-288,5	-882,9	216,6	-48,5	-378,4	-1 129,6	-950,0
Pozostałe	-34,3	-11,1	262,7	242,0	70,4	86,8	394,2
Przepływy inwestycyjne	**-721,5**	**-816,4**	**-2 424,0**	**-2 502,3**	**-2 197,4**	**-850,0**	**-1 053,7**
CAPEX	-688,6	-1 050,3	-2 485,7	-2 588,8	-2 471,8	-1 186,3	-1 184,3
Inwestycje kapitałowe	-48,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	15,4	233,8	61,7	86,5	274,5	336,3	130,6
Przepływy finansowe	**-78,2**	**481,5**	**1 965,5**	**1 470,8**	**1 753,3**	**419,7**	**-190,9**
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-50,5	556,6	2 268,7	1 783,4	2 089,3	828,4	244,5
Dywidenda (buy-back)	0,0	-40,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-27,7	-34,1	-303,2	-312,6	-336,0	-408,7	-435,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	**-143,6**	**-147,1**	**-135,1**	**-181,2**	**299,7**	**212,7**	**77,5**
Środki pieniężne na koniec okresu	772,4	925,0	712,4	531,2	830,9	1 043,6	1 121,1
DPS (PLN)	0,00	0,36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-111,0	-1 103,6	-1 996,6	-1 738,6	-1 728,0	-543,3	137,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	*5,4%*	*8,0%*	*15,2%*	*21,3%*	*13,0%*	*5,0%*	*4,6%*

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2011P
P/E	1,9	1,7	-2,7	5,4	3,7	1,4	1,3
P/CE	1,3	1,2	-8,2	2,0	1,2	0,8	0,7
P/BV	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
FCF/EV	*-8,3%*	*-53,3%*	*-40,8%*	*-25,3%*	*-19,9%*	*-5,8%*	*1,4%*
EV/EBITDA	1,2	2,0	28,0	7,2	7,2	4,7	3,8
EV/EBIT	1,7	2,9	-34,6	12,6	17,1	7,7	5,7
EV/S	0,1	0,2	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4
DYield	*0,0%*	*3,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Cena (PLN)	**11,4**						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7	113,7
MC (mln PLN)	1300,7	1300,7	1300,7	1300,7	1300,7	1300,7	1300,7
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	306,4	334,7	385,7	401,7	410,5	424,9	514,2
EV (mln PLN)	1 339,0	2 070,6	4 892,5	6 873,1	8 671,5	9 301,6	9 557,9

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

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
data wydania	2008-08-13	2008-11-25
kurs z dnia rekomendacji	28,40	12,82
WIG w dniu rekomendacji	41457,96	26964,31