

1 grudnia 2009

Aktualizacja raportu

**Rafinerijny**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>31,94 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>26,60 PLN</b>
Kapitalizacja	4,148 mld PLN
Free float	1,286 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	12,19 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Skarb Państwa	63,97%
ING OFE	5,02%
Pozostali	31,01%

**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 rafinerijną 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.

**Lotos**

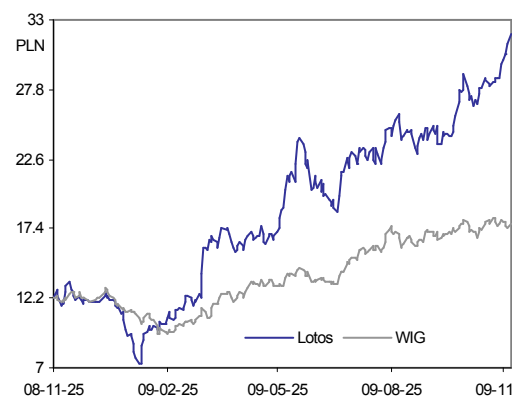
LTOS.WA; LTS PW

**Redukuj**

(Obniżona)

**Znacząca premia do PKN, ryzyko wyższe**

W ostatnim miesiącu akcje Lotosu wzrosły o 20% i zachowywały się znacznie lepiej zarówno od indeksu WIG20 (+3,4%), Orlenu (+2%) jak i szerokiego indeksu branżowego MSCI Energy (-0,5%). W naszej opinii doprowadziło to do wytworzenia się znaczącej premii w wycenie Spółki. W szczególności jest ona widoczna na tle krajowego konkurenta, nie tylko we wskaźniku EV/EBITDA na rok przyszły (12,3 Lotos, 4,8 Orlen po uwzględnieniu zapasów obowiązkowych), ale również w przedstawionej w niniejszym raporcie analizie wyceny rynkowej wg. sumy części. Przeprowadzona kalkulacja wskazuje bowiem, iż inwestorzy wyceniają rafinerijne moce przerobowe Lotosu (już po zakończeniu programu 10+) o ponad 30% wyżej od potencjału rafinerii należących do PKN (w przeliczeniu na tonę przerobu). Oczywiście można kwestionować naszą wycenę pozostałych aktywów Orlenu uwzględnionych w analizie, ale naszym zdaniem jest ona konserwatywna, szczególnie jeśli chodzi o segment detaliczny (dla obydwu spółek bazowaliśmy na założeniu wartości odtworzeniowej stacji na poziomie 3 mln PLN, co nie bierze pod uwagę różnicy w generowanych przez te segmenty przepływach). Za słuszne uważamy także uwzględnienie w zestawieniu zwiększonego poziomu długu netto Lotosu w stosunku do stanu na koniec 3Q, co ma związek z oczekiwanym wykorzystaniem pozostałych 25% inwestycyjnej linii kredytowej 10+ w najbliższych kwartałach (uwzględniamy pełny efekt prowadzonych inwestycji). W tym kontekście obniżamy naszą rekomendację dla Lotosu do redukuj z trzymaj, nie zmieniając ceny docelowej (26,6 PLN) i prognoz wyników finansowych w stosunku do naszego ostatniego raportu. Uważamy, że znacznie ciekawszą inwestycją przy obecnych niekorzystnych warunkach makro dla sektora rafinerijnego są akcje Orlenu.

**Kurs akcji Grupy Lotos na tle WIG**

(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	4,7	-	5,7	10,6	5,4
P/CE	3,4	-26,1	4,0	5,7	2,7
P/BV	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	4,3	42,8	12,8	14,5	6,7
DYield	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

**Kamil Kliszcz**

(48 22) 697 47 06

kamil.klischcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl



**Porównanie wyceny rynkowej Orlenu i Lotosu z podziałem na poszczególne segmenty działalności i aktywa (suma części)**

<b>(mln PLN)</b>	<b>PKN ORLEN</b>	<b>LOTOS</b>
Cena akcji	31,10	31,94
Liczba akcji	427,7	129,9
MCAP	13 302	4 148
Dług netto na koniec 3Q'09*	13 696	5 915
Udziały mniejszości	2 860	35
<b>EV</b>	<b>29 858</b>	<b>10 098</b>
<b>Polkomtel</b>	<b>3 424</b>	<b>0</b>
<b>Anwil (85%)</b>	<b>1 400</b>	<b>0</b>
<b>Sieć stacji benzynowych</b>	<b>4 000</b>	<b>426</b>
liczba stacji własnych	1 336	142
wartość 1 stacji w mln PLN	3,0	3,0
EBITDA 2009	1 217	62
wartość segmentu/EBITDA	3,3	6,9
<b>Petrochemia</b>	<b>3 435</b>	<b>-</b>
średnia EBITDA 2008/10	687	-
EV/EBITDA	5,0	-
<b>Wydobycie</b>	<b>-</b>	<b>1 788</b>
<b>Zapasy obowiązkowe</b>	<b>5 800</b>	<b>2 000</b>
<b>Rafineria i pozostałe</b>	<b>11 799</b>	<b>5 884</b>
roczny przerób	28,0	10,5
w PLN na tonę	421	560

\*dług netto Lotosu na koniec 3Q'09 (4,9 mld PLN) został powiększony o dodatkowy 1 mld PLN wynikający z realizacji programu 10+, którego efekt w pełni uwzględniamy w pozycji roczny przerób (na koniec 3Q wykorzystanie kredytu na ten cel wynosiło 75%)

Źródło: szacunki DI BRE

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>12 798,1</b>	<b>13 125,1</b>	<b>16 294,7</b>	<b>14 745,3</b>	<b>18 048,2</b>	<b>23 807,5</b>	<b>25 669,8</b>
<i>zmiana</i>	<i>32,7%</i>	<i>2,6%</i>	<i>24,1%</i>	<i>-9,5%</i>	<i>22,4%</i>	<i>31,9%</i>	<i>7,8%</i>
<b>EBIT</b>	<b>798,3</b>	<b>713,7</b>	<b>-145,8</b>	<b>468,5</b>	<b>439,5</b>	<b>943,9</b>	<b>1 626,1</b>
Rafineria	627,0	617,0	-339,0	394,0	306,2	817,3	1 092,0
<i>w tym LIFO</i>	<i>-133,0</i>	<i>393,3</i>	<i>-612,1</i>	<i>467,5</i>	<i>17,2</i>	<i>3,7</i>	<i>242,1</i>
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
<b>EBIT LIFO</b>	<b>931,3</b>	<b>320,4</b>	<b>466,3</b>	<b>1,0</b>	<b>422,3</b>	<b>940,2</b>	<b>1 384,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>798,3</b>	<b>713,7</b>	<b>-145,8</b>	<b>468,5</b>	<b>439,5</b>	<b>943,9</b>	<b>1 626,1</b>
<i>zmiana</i>	<i>-22,8%</i>	<i>-10,6%</i>	<i>-120,4%</i>	<i>-421,3%</i>	<i>-6,2%</i>	<i>114,8%</i>	<i>72,3%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,4%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,4%</i>	<i>4,0%</i>	<i>6,3%</i>
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
<b>Zysk brutto</b>	<b>915,9</b>	<b>1 004,5</b>	<b>-504,2</b>	<b>921,9</b>	<b>484,7</b>	<b>945,7</b>	<b>1 407,7</b>
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
<b>Zysk netto</b>	<b>679,9</b>	<b>777,2</b>	<b>-453,9</b>	<b>728,2</b>	<b>392,1</b>	<b>765,6</b>	<b>1 138,3</b>
<i>zmiana</i>	<i>-22,7%</i>	<i>14,3%</i>	<i>-158,4%</i>	<i>-260,4%</i>	<i>-46,2%</i>	<i>95,3%</i>	<i>48,7%</i>
<i>marża</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,9%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>2,2%</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,4%</i>
Amortyzacja	297,4	306,2	315,0	299,4	337,5	790,1	892,1
<b>EBITDA</b>	<b>1 095,7</b>	<b>1 019,9</b>	<b>169,2</b>	<b>767,9</b>	<b>777,0</b>	<b>1 734,0</b>	<b>2 518,2</b>
<i>zmiana</i>	<i>-15,6%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>-83,4%</i>	<i>353,9%</i>	<i>1,2%</i>	<i>123,2%</i>	<i>45,2%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,8%</i>	<i>1,0%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,3%</i>	<i>9,8%</i>
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
<b>AKTYWA</b>	<b>7 763,5</b>	<b>9 720,4</b>	<b>12 202,0</b>	<b>16 268,2</b>	<b>18 817,6</b>	<b>21 216,1</b>	<b>23 248,3</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>3 781,8</b>	<b>4 508,1</b>	<b>7 093,8</b>	<b>10 109,6</b>	<b>11 540,9</b>	<b>12 390,0</b>	<b>12 706,2</b>
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
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>3 981,7</b>	<b>5 212,3</b>	<b>5 108,2</b>	<b>6 158,6</b>	<b>7 276,6</b>	<b>8 826,1</b>	<b>10 542,1</b>
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
<b>PASYWA</b>	<b>7 763,5</b>	<b>9 720,4</b>	<b>12 202,0</b>	<b>16 268,2</b>	<b>18 817,6</b>	<b>21 216,1</b>	<b>23 248,3</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>5 095,5</b>	<b>5 816,2</b>	<b>5 404,1</b>	<b>6 489,3</b>	<b>6 881,4</b>	<b>7 646,9</b>	<b>8 785,2</b>
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
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>306,4</b>	<b>334,7</b>	<b>395,9</b>	<b>48,3</b>	<b>48,8</b>	<b>49,3</b>	<b>51,2</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>719,6</b>	<b>1 215,6</b>	<b>3 700,5</b>	<b>5 744,4</b>	<b>7 139,9</b>	<b>7 608,5</b>	<b>8 076,9</b>
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
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 642,0</b>	<b>2 353,8</b>	<b>2 701,4</b>	<b>3 986,2</b>	<b>4 747,5</b>	<b>5 911,4</b>	<b>6 334,9</b>
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
<b>BVPS</b>	<b>44,8</b>	<b>51,2</b>	<b>47,5</b>	<b>50,0</b>	<b>53,0</b>	<b>58,9</b>	<b>67,6</b>

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>654,4</b>	<b>157,8</b>	<b>311,7</b>	<b>666,1</b>	<b>265,2</b>	<b>1 351,1</b>	<b>970,0</b>
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
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-721,5</b>	<b>-816,4</b>	<b>-2 417,1</b>	<b>-2 926,1</b>	<b>-1 579,7</b>	<b>-1 305,9</b>	<b>-1 073,2</b>
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
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-78,2</b>	<b>513,1</b>	<b>1 963,1</b>	<b>2 192,2</b>	<b>1 459,0</b>	<b>206,7</b>	<b>184,6</b>
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
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-143,6</b>	<b>-147,1</b>	<b>-138,8</b>	<b>-67,8</b>	<b>144,5</b>	<b>251,9</b>	<b>81,5</b>
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	5,3	4,7	-8,0	5,7	10,6	5,4	3,6
P/CE	3,7	3,4	-26,1	4,0	5,7	2,7	2,0
P/BV	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
P/S	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0
FCF/EV	-3,0%	-25,1%	-27,6%	-29,2%	-13,3%	-2,5%	-2,0%
EV/EBITDA	3,3	4,3	42,8	12,8	14,5	6,7	4,8
EV/EBIT	4,6	6,2	-49,6	21,0	25,7	12,3	7,4
EV/S	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,5	0,5
DYield	0,0%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>31,94</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	113,7	113,7	113,7	129,9	129,9	129,9	129,9
MC (mln PLN)	3631,6	3631,6	3631,6	4148,2	4148,2	4148,2	4148,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	306,4	334,7	395,9	48,3	48,8	49,3	51,2
EV (mln PLN)	3 669,8	4 401,4	7 234,3	9 818,8	11 277,9	11 564,6	12 023,2



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### **Analitycy:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

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

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

#### **Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

#### **Maklerzy:**

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

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

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

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

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

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

#### **„Prywatny Makler”**

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

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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 między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

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

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

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Lotos**

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-03-09	2009-05-28	2009-09-04	2009-09-22	2009-11-04	2009-11-06
kurs z dnia rekomendacji	11,44	18,25	24,18	24,05	26,70	27,92
WIG w dniu rekomendacji	22948,51	29775,36	36009,43	36680,84	37391,24	38863,29