



Sektor rafineryjny

Polska

Lotos

LTS PW; LTSP.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

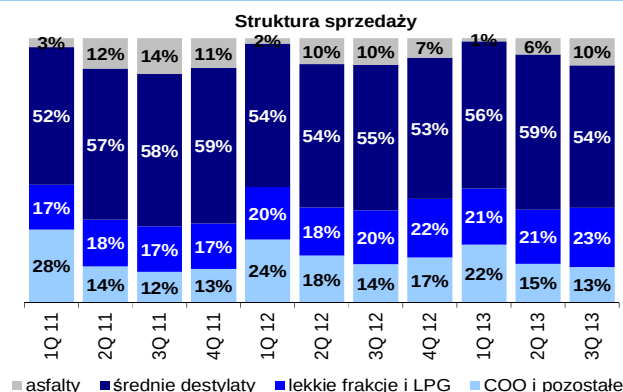
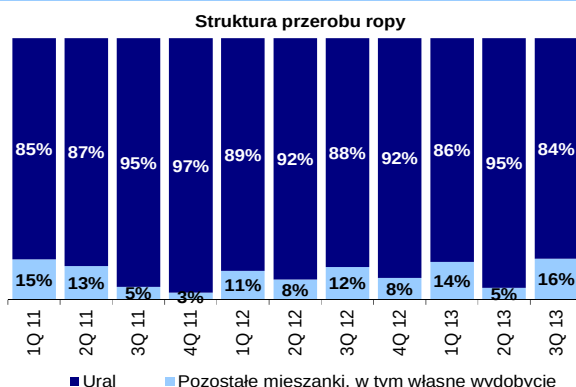
kamil.klischcz@dibre.com.pl

Reakcja na wyniki zbyt entuzjastyczna

Obecna cena 40,40 PLN, Cena docelowa 37,40 PLN

Rynek entuzjastycznie reaguje na zaprezentowany dzisiaj raport za 3Q z uwagi na duże pozytywne odchylenie od konsensusu na poziomie EBIT LIFO. Nawiązując do naszej analizy wyników kwartalnych przedstawionej w „Komentarzu porannym” uważamy, że odnoszenie zysków Spółki do średniej z oczekiwań rynkowych może być jednak mylące, nie tylko ze względu na bardzo szeroki rozrzut prognoz (od -130 mln PLN do +626 mln PLN na poziomie EBIT LIFO), ale także na kilka zdarzeń „jednorazowych”, które nie były brane pod uwagę przynajmniej przez część analityków (zysk na przerobie tańszej ropy z zapasów +102,8 mln PLN, dodatnie operacyjne różnice kursowe +63,7 mln PLN, rozpoznanie zaległej marży wydobywczej w korektach konsolidacyjnych na +33 mln PLN). W przypadku naszych szacunków nie odnotowaliśmy tymczasem większych odchyleń zysku liczonego metodą LIFO po oczyszczeniu o wspomniany efekt „tańszej ropy” i dlatego raport za 3Q nie zmienia naszego postrzegania atrakcyjności inwestycyjnej Lotosu. Dodatkowo zwracamy uwagę, że dzisiaj pojawiły się na rynku błędne naszym zdaniem interpretacje dotyczące zakomunikowanej przez Lotos zmiany wzoru dla modelowej marży rafineryjnej. Spółka dostosowała benchmark do nowej struktury uzysków, ale ma to charakter wtórny i odzwierciedla zmiany w produkcji, które zaszły już ponad rok temu (a nie q/q). Przeprowadzany w 2Q'2013 remont przyniósł co prawda jeszcze optymalizację w procesach energetycznych, ale co potwierdził Zarząd na telekonferencji, ich wpływ na wyniki był niewielki (kilka mln PLN). Potwierdza to również analiza struktury sprzedaży w 3Q'13, gdzie zmiany r/r pojawiły się tylko w lekkich frakcjach i ciężkich pozostałościach, co było związane głównie z większym zużyciem lekkich mieszanek ropy z uwagi na ujemny dyferencjał Ural/Brent. W tym kontekście nie uważamy, aby same wyniki za 3Q stanowiły dla rynku wystarczającą podstawę do zmiany postrzegania Spółki na bardziej pozytywne.

Struktura przerobu i sprzedaży w Grupie Lotos w ujęciu kwartalnym



Źródło: Lotos

Wyniki finansowe Lotosu w ujęciu kwartalnym i prognozy DI BRE na 3Q'2013

(mln PLN)	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12	1Q 13	2Q 13	3Q 13	3Q 13P
Przychody	6 519,5	6 777,1	7 597,5	8 364,4	7 832,3	8 384,1	8 568,8	8 325,8	7 177,4	6 118,8	7 796,3	7 928,1
EBIT	412,6	321,1	92,7	190,2	419,0	-861,4	603,8	139,7	-25,6	-100,8	340,8	362,8
upstream	23,6	84,3	43,5	-245,0	134,5	-835,8	46,4	-25,3	68,8	122,5	9,3	42,0
rafineria	403,5	275,6	57,7	362,2	361,7	-60,2	520,2	167,6	-29,8	-223,1	292,3	273,0
efekt LIFO	278,1	240,1	124,5	348,5	232,7	-204,6	-22,2	-60,8	-155,3	-86,3	-55,3	87,1
detal	-20,6	-3,8	-282,7	-12,3	-1,5	-91,3	64,4	-2,8	-32,2	18,3	63,7	54,0
pozostałe i korekty	-12,8	-12,3	-2,1	-11,2	-16,3	2,7	4,0	-2,2	-19,2	-3,1	5,5	9,0
EBIT LIFO skorygowany*	-1,7	-26,5	-6,4	84,2	-60,9	31,9	33,2	-0,4	-45,4	2,9	33,7	38,8
Amortyzacja	155,1	84,8	250,9	88,0	187,8	369,5	561,6	203,3	161,9	-32,8	229,6	221,7
EBITDA	121,2	145,7	161,9	163,5	165,3	164,6	164,5	172,2	168,9	160,8	156,7	159,3
Działalność finansowa	533,7	466,8	254,6	353,7	584,3	-696,8	768,3	311,9	143,3	60,0	497,5	522,1
Zysk netto	338,9	-19,9	-525,1	-225,5	318,0	-426,2	145,1	23,2	-194,7	-71,5	46,8	125,8
	635,2	253,4	-328,6	93,7	597,1	-528,9	626,0	228,8	-147,4	-126,1	337,2	395,8

*korekta obejmuje operacyjne różnice kursowe oraz inne zdarzenia jednorazowe

Źródło: Lotos, szacunki DI BRE

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 komentarza.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszczy@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Michał Konarski tel. (+48 22) 697 47 37
michal.konarski@dibre.com.pl
Banki

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

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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 S.A.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Tarczyński.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP S.A.

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.