

5 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Sektor energetyczny**

Polska

**Lotos**

LTOS.WA; LTS PW

**Trzymaj**

(Niezmieniona)

**Kamil Kliszcz**  
(48 22) 697 47 06  
kamil.klischcz@dibre.com.pl

Wyniki za 3Q powyżej oczekiwań, ale...

**Obecna cena 27,42 PLN, Cena docelowa 25,80 PLN**

Skonsolidowane wyniki Lotosu za 3Q okazały się znacząco lepsze od naszych oczekiwań, a głównym źródłem zaskoczenia był segment rafineryjny, który mimo słabego otoczenia makro zanotował bardzo dobry wynik, nawet po oczyszczeniu go o wpływ przeszacowania zapasów ropy. Na tak dobry rezultat wpływ miały m.in. wyższe marże na sprzedaży asfaltów, wyższe zyski na dystrybucji oraz dodatnie różnice kursowe na poziomie działalności operacyjnej zanotowane na transakcjach zakupu ropy (odwrotny efekt do tego jaki obniżył zyski Lotosu w 1Q'09 o 134 mln PLN), stąd nie można zakładać że w kolejnych kwartałach EBITDA segmentu w przeliczeniu na Bbl będzie także lepsza od benchmarku (EBITDA jednostkowa 15,1 PLN/Bbl vs. marża+dyferencjał 11,9 PLN/Bbl). Poprawy można natomiast spodziewać się w segmencie wydobywczym, który ponownie rozczarował wynikami i prawdopodobnie dopiero w 4Q zakسیęguje zyski z wydobycia w tym roku ropy. Podsumowując, spodziewamy się pozytywnej reakcji rynku na raport za 3Q, aczkolwiek ze względu na wspomniane raczej niepowtarzalne pozytywne czynniki w segmencie rafineryjnym, znaczne wzrosty kursu można w naszej opinii wykorzystywać do redukcji pozycji. Do naszej rekomendacji odnieśliśmy się w raporcie analitycznym.

**Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy 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, PAP, szacunki DI BRE

Wyniki Lotosu za 3Q okazały się lepsze od naszych oczekiwań oraz konsensusu rynkowego. 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. Zarząd wskazuje jednak, że istotny wpływ na to miały różnice kursowe, co miało związek z umacnianiem się złotego na przestrzeni kwartału i księgowaniem zakupów ropy (przypominamy, że w 1Q'09 Zarząd wskazywał z kolei na negatywny efekt tego czynnika w kwocie -134 mln PLN). Spółka zrekompensowała słabsze makro także dodatkowymi zyskami na dystrybucji paliw oraz wysokimi marżami rynkowymi na sprzedaży asfaltów.

W tym kontekście raczej nie można traktować zysku tego segmentu w tym kwartale jako benchmarku na kolejne okresy, ale jego pełna interpretacja będzie możliwa po poznaniu dokładnej kwoty tych pozytywnych różnic. Segment wydobywczy z kolei zaskoczył negatywnie, głównie ze względu na brak przerobu ropy Petrobalticu w gdańskiej rafinerii (podobnie jak w 2Q), który my zakładaliśmy na poziomie 60 tys. ton. Wynik na tej działalności po uwzględnieniu wyłączeń konsolidacyjnych wyniósł więc -7 mln PLN vs. -9 mln PLN w 2Q'09 i nasza prognoza 38 mln PLN. Zyski te powinny się jednak odłożyć w 4Q. Dodatkowym obciążeniem poziomu EBIT w 3Q było ujemne saldo na pozostałej działalności (-20 mln PLN), które wynikało przede wszystkim z odpisu należności od spółki Krak-Gaz w kwocie 21 mln PLN.

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 prawie 23% więcej niż nasza prognoza.

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).

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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, 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

#### 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.

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.

DI BRE Banku, 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 SA .

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Ergoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku 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.