Paliwa

Polska

Lotos

LTOS.WA; LTS PW

Redukuj

(Niezmieniona)

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

Nowa strategia neutralna dla wyceny

Obecna cena: 32,0 PLN; Cena docelowa: 28,40 PLN

Zaprezentowaną strategię Grupy Lotos na lata 2011-15 oceniamy neutralnie i obecnie nie stanowi ona podstawy do weryfikacji naszych prognoz i założeń przedstawionych w ostatnim raporcie analitycznym. Występują co prawda znaczące odchylenia jeśli chodzi o planowany poziom wydobycia (w 2015 roku 1,2 mln ton vs. zakładane 0,7 mln ton) i nakłady inwestycyjne w tym segmencie (3,9 mld PLN vs. 1,3 mld PLN), ale wynikają one z zakładanych akwizycji gotowych projektów produkcyjnych, których na ten moment nie można ocenić. Cel rentowności EBITDA (co najmniej 9%) choć wyższy od naszych szacunków (8,2%) również niewiele mówi z uwagi na prawdopodobną inną strukturę wyników (większy udział upstreamu w związku z wyższą produkcją) oraz bardziej optymistyczne założenia dotyczące dyferencjału Ural/Brent i kursu USD/PLN. Zwracamy uwagę, że realizacja znacznie wyższych nakładów inwestycyjnych w obszarze wydobywczym będzie wymagała pozyskania finansowania dłużnego bądź emisji akcji w Petrobalticu, gdyż naszym zdaniem nie uda się tego sfinansować bieżącymi przepływami operacyjnymi, tym bardziej że od 2011 roku pojawią się już sztywne płatności z tytułu kredytu na program 10+. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla akcji Lotosu i nasze sceptyczne nastawianie dotyczące marż w sektorze rafineryjnym.

Segment wydobywczy

Zarząd w perspektywie 2015 roku zamierza osiągnąć poziom własnego wydobycia ropy na 1,2 mln ton rocznie wobec aktualnego poziomu 190 tys. ton. Będzie to możliwe przy łącznych inwestycyjnych w tym okresie rzędu 3,9 mld PLN, które zostaną przeznaczone na zagospodarowanie złoża B8 i kontynuację produkcji na B3, a także eksploatację złoża Yme i prowadzenie poszukiwań na aktualnie posiadanych oraz nowych koncesjach. Cel 1,2 mln ton produkcji będzie także realizowany poprzez zakup udziałów w koncesjach w fazie zagospodarowania udokumentowanych złóż. W perspektywie 2020 roku Spółka chce osiągnąć wydobycie na poziomie 5 mln ton w skali roku. W naszych prognozach zakładamy, że w perspektywie 2015 roku Lotos będzie produkował około 700 tys. ton ropy, co uwzględnia złoża Yme, B3 i B8. Łączny capex szacowany na te projekty w latach 2011-15 to 1,3 mld PLN. Spółka zakłada więc wyższą produkcję o 0,5 mln ton, ale kosztem dodatkowych 2,6 mld PLN. Na razie nie można uwzględnić tych planów w wycenie, gdyż nie wiadomo jakiej jakości będą kupowane projekty. Na pewno jednym z elementów tej strategii akwizycyjnej będzie zapowiadane już wcześniej dokupienie udziałów w litewskiej spółce wydobywczej Geonafta, w której obecnie Petrobaltic posiada 40,59% akcji, których wartość bilansowa wynosi 88,2 mln PLN. Potwierdzone zasoby ropy litewskiej spółki to 9,2 mln baryłek, a cena za większościowy pakiet ma być zbliżona do wartości dywidend jakie Lotos otrzymał od Geonafty w latach 2000-09 (136 mln PLN). W 2009 roku Geonafta wydobyła około 136 tys. ton surowca, a jej zysk netto sięgnął 20 mln PLN (rok wcześniej dzięki wyższym cenom ropy spółka zarobiła 62 mln PLN). Zasoby 2P litewskiej spółki wynoszą 1,25 mln ton wobec 4,7 mln ton raportowanych przez Petrobaltic (tylko Morze Bałtyckie). Sugerowana wycena tych aktywów na poziomie 220 mln PLN implikowałaby więc wskaźnik EV/2P na 7,3 USD/Bbl. W naszej opinii zakup innych projektów będzie się wiązał z koniecznością finansowania zewnętrznego bądź emisji akcji przez Petrobaltic, czego strategia wyklucza (zapis o „pozyskaniu środków na rynku kapitałowym na poziomie spółek córek"). Docelowo do 2020 roku, przy założeniu pozyskania partnera strategicznego, Lotos chce zwiększyć poziom produkcji do 5 mln ton rocznie.

Segment rafineryjny

W ramach segmentu rafineryjnego Lotos zakłada wykorzystanie zwiększonego potencjału po zakończeniu programu inwestycyjnego 10+. Spółka chce osiągnąć i utrzymać udział w rosnącym krajowym rynku paliw na poziomie 30% (w tym roku jest to 29,5%) i zwiększyć udział w rynku detalicznym z obecnych 6-7% do 10% poprzez rozwój organiczny sieci i przejęcia stacji benzynowych. Elementem tej strategii jest również utrzymanie pozycji istotnego importera o czym świadczy zakładany poziom sprzedaży o 15% wyższy niż wynosi potencjał produkcyjny. Planowane inwestycje w obszarze produkcji i handlu w okresie 2011-15 mają wynieść 1,8 mld PLN, co pokrywa się z wartością uwzględnioną w naszym ostatnim raporcie. Zarząd potwierdził również zamiar budowy elektrociepłowni opalanej pozostałościami asfaltenowymi z instalacji ROSE w formule wspólnego przedsięwzięcia z partnerem branżowym.

Finansowanie i dywidendy

Przy przedstawionych założeniach makroekonomicznych w 2015 roku marża EBITDA Lotosu ma wynosić nie mniej niż 9%, a stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału 12%. Oczekiwana marża jest co prawda wyższa od naszych prognoz (8,2%), ale w tego typu działalności trudno te różnice interpretować, gdyż wynikają one zarówno z udziału wyników segmentu wydobywczego w zysku skonsolidowanym (poziom wydobycia), założonego poziomu kursu walutowego (3,04 vs. 2,70), dyferencjału Ural/Brent (3 USD/Bbl vs. 2 USD/Bbl) czy ceny ropy (79 USD/Bbl vs. 90 USD/Bbl). Spółka podaje również, że w perspektywie 2015 roku chce obniżyć wskaźnik długu netto do kapitałów własnych z obecnych 0,8 do 0,4 (po uwzględnieniu wyższego capexu na upstream ten cel wydaje się ambitny) i planuje wypłatę dywidendy na poziomie do 30% zysku netto, ale ten parametr będzie podporządkowany optymalizacji struktury finansowania.

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowka@dibre.com.pl
Handel

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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.

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, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PGE, Robyg, ZUE.
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.