



wtorek, 12 kwietnia 2022 | komentarz specjalny

Lotos: Prognozy wyników za 1Q 2022

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 90,36 PLN | cena bieżąca: 68,30 PLN

LTS PW; LTS.WA | paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 | +48 667 770 837

Lotos, zgodnie z harmonogramem, 27 kwietnia przedstawi raport finansowy za 1Q 2022 i w związku z tym w niniejszym komentarzu prezentujemy nasze prognozy dla tego okresu. Oczekujemy, że oczyszczony strumień EBITDA wg LIFO sięgnie 1,9 mld PLN i będzie ponad 3x wyższy r/r. Wzrost to zarówno pochodna wzrostu wyników w segmencie wydobywczym (ceny ropy i rekordowe notowania gazu), jak i oczekiwanej znacznej poprawy w obszarze rafinerii (bardzo wysokie marże modelowe, premie lądowe i dyferencjał vs efekty planowego przestoju remontowego). Wyniki raportowane będą dodatkowo wsparte przez efekt LIFO (+0,3 mld PLN), a może pojawić się też efekt wykorzystania tańszych warstw zasobów (plus ewentualne zyski na zapasach produktów zgromadzonych pod remont). Przy takich założeniach Spółka zrealizuje po 3M około 24% naszej rocznej prognozy EBITDA LIFO, którą zrewidowaliśmy mocno w górę w ostatnim przeglądzie miesięcznym. W kontekście obecnych odczytów makro uważamy ją za dość konserwatywną.

Modelowa marża rafineryjna w 1Q wraz z dyferencjałem Ural/Brent publikowana przez Lotos była w przeliczeniu na PLN była ponad 7x wyższa r/r. Oczywiście należy pamiętać, iż duży wpływ na to miały odczyty od wybuchu wojny w Ukrainie, co częściowo pokrywa się z planowanym przestojem rafinerii w Gdańsku. Stąd zakładamy, że Spółka tylko częściowo była w stanie spieniężyć te rekordowe warunki makro (choć okres styczeń-luty też był bardzo dobry dla sektora). Dodatkowo należy pamiętać o wyjątkowo wysokich premiach lądowych. Uwzględniając obniżony przerób szacujemy skor. EBITDA LIFO na 1,15 mld PLN (3x wyższy poziom od wyniku z 1Q'21).

Raportowane wyniki mogą być zniekształcone przez: koszty remontu (w tym kwartale uwzględniamy połowę z zapowiadanych przez Zarząd 0,2 mld PLN), operacyjne różnice kursowe (-15 mln PLN), efekt LIFO (nasze szacunki 0,33 mld PLN), możliwy efekt przerobu tańszych warstw zasobów ropy (nie zakładamy w naszych prognozach) oraz możliwe zyski na zapasach zgromadzonych pod planowany przestój remontowy (nie zakładamy w naszych prognozach, ale można szacować, że 2-tygodniowy wolumen sprzedaży diesla zakupiony przed wojną mógł wygenerować nawet 0,3 mld PLN zysku).

W segmencie detalicznym zakładamy 20% spadek marż paliwowych, ale powinno to być częściowo zneutralizowane przez skokowy wzrost wolumenów (paniczne zakupy na stacjach). W efekcie spadek na linii EBITDA w ujęciu r/r nie powinien przekroczyć 10%.

W segmencie wydobywczym zakładamy wzrost wolumenów w ujęciu q/q (+1,5 tys. boe/d w związku z uruchamianiem złoża Yme), co przy znacznie wyższych cenach ropy i gazu pozwoli na wzrost strumienia EBITDA do 0,74 mld PLN z 0,17 mld PLN przed rokiem i 0,58 mld PLN w 4Q'21.

Na poziomie działalności finansowej saldo powinno być ujemne ze względu na różnice kursowe i straty na hedgingu walutowym (możliwe też straty na krótkoterminowych zabezpieczeniach na produktach).

Skonsolidowane wyniki kwartalne Lotos

(mln PLN)	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22P	r/r	2022P	YTD
przychody	6 095,8	4 245,5	5 363,7	5 203,6	5 863,3	7 415,0	9 200,5	10 644,8	13 381,4	128%	47 517,9	28%
EBITDA	-1 083,5	23,3	453,2	300,1	927,7	1 496,1	1 431,4	1 671,7	2 131,1	130%	8 254,7	26%
wydobycie	-111,8	-392,4	5,1	56,9	167,9	433,3	255,4	619,0	739,6	341%	2 769,3	27%
wydobycie skor.	184,2	46,4	97,7	140,5	167,9	214,7	255,4	583,0	739,6	341%	2 769,3	27%
rafineria	-1 005,3	375,7	360,5	177,6	728,6	981,9	1 103,8	1 046,6	1 364,6	87%	5 308,1	26%
rafineria skor. LIFO	444,0	334,7	247,9	-5,5	375,9	638,5	824,7	885,0	1 154,9	207%	5 190,0	22%
efekt LIFO	-1 402,1	405,6	112,3	144,3	336,2	302,4	317,3	296,6	325,1	-3%	118,1	275%
detal	37,8	49,1	92,0	65,4	28,8	73,5	82,5	16,4	26,9	-7%	177,3	15%
detal skor.	46,4	49,1	92,0	65,6	28,8	73,5	82,5	20,0	26,9	-7%	177,3	15%
pozostałe	-4,2	-9,1	-4,4	0,2	2,4	7,4	-10,3	-10,3	0,0	-	0,0	-
skor. EBITDA LIFO	670,4	421,1	433,2	200,6	575,0	934,2	1 152,2	1 477,7	1 921,4	234%	8 136,6	24%
amortyzacja	275,4	272,7	259,1	282,7	263,4	254,6	254,1	276,9	277,0	5%	1 109,8	25%
EBIT	-1 358,9	-249,4	194,1	17,4	664,3	1 241,5	1 177,3	1 394,8	1 854,1	179%	7 144,8	26%
działalność finansowa	-371,0	19,8	48,2	47,0	-185,3	170,9	-68,1	61,1	-71,0	-	-152,7	-
zysk brutto	-1 729,9	-229,6	242,3	64,4	479,0	1 412,4	1 109,2	1 455,9	1 783,0	272%	6 992,1	26%
zysk netto	-1 311,6	-76,4	249,3	-7,5	353,3	1 058,3	810,0	990,2	1 159,0	228%	4 623,3	25%

Źródło: Lotos, P- prognoza mBanku



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 od +5% do +15%
- TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
- REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
- SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

mBank 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 mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. 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 poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gała, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA! Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank 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 mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. 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 Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę Klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Antoni Kania
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemnicka-wilim@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl