

wtorek, 5 lipca 2022 | aktualizacja raportu

Lotus: kupuj (podtrzymana)

LTS PW; LTSP.WA | Paliwa, Polska

Pożądane aktywa w promocji

W ciągu ostatnich 6 miesięcy rynek paliw stanął na głowie, a aktywa rafineryjne stały się dobrem rzadkim. Tymczasem kurs Lotosu choć jest wyraźnie lepszy od WIG to raczej reaguje dość spokojnie na to rekordowe otoczenie makro. Według naszych prognoz, tylko w tym roku Spółka jest w stanie wygenerować FCF równy połowie swojej obecnej kapitalizacji, co będzie równoznaczne z zamknięciem grudnia z ponad 4 mld PLN gotówki netto (już po uwzględnieniu zobowiązań leasingowych). Oczywiście trwająca fuzja z PKN jest swego rodzaju hamulcem dla kursu i istnieje ryzyko, że ostateczny parytet nie będzie w pełni odzwierciedlał aktualnych atutów Lotosu. Jednakże w obecnej sytuacji dużego niedowartościowania obydwu koncernów potencjalne odchylenie na parytecie (niecałe 8% na bazie naszych aktualnych modeli DCF) nie gra tak istotnej roli z punktu widzenia bezwzględnej atrakcyjności inwestycyjnej. Wydaje się, że głównym ryzykiem jakiego obawiają się inwestorzy jest potencjalne wprowadzenie podatku od zysków nadzwyczajnych. Działania i deklaracje polskiego rządu na razie raczej na taki scenariusz nie wskazują, a nawet jeśli to mało prawdopodobne, aby specjalny podatek neutralizował 100% ponadstandardowych zysków (to zdają się dyskontować kursy akcji). Uwzględniając nowe założenia dotyczące marż w rafinerii podwyższamy cenę docelową z 90,36 PLN do 110,62 PLN (pomimo zaaplikowanej znacznie wyższej stopy wolnej od ryzyka). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sprzyjające otoczenie makro

Rekordowo niskie zapasy paliw, ograniczenie dostaw diesla z Rosji, brak możliwości szybkiego zwiększenia utylizacji mocy rafineryjnych w regionie, awaria rafinerii OMV, niski stan wody na Renie (problemy z logistyką diesla) i rosnące koszty frachtu to główne katalizatory obecnych ultra wysokich marż przerobowych. W połączeniu z 30 USD dyskonta na wciąż kupowanej ropie rosyjskiej tworzy to niespotykane dotąd otoczenie makro dla sektora rafineryjnego. W przypadku Lotosu dodatkowo zwracamy uwagę na bardzo zyskową obecnie instalację DCU (dodatkowe 7 USD do marży modelowej) i dźwignię na cenach węglowodorów.

Rekordowe wyniki na horyzoncie

W ostatnich latach Lotus generował średniorocznie około 3 mld PLN strumienia EBITDA LIFO. Tymczasem tylko po 1H'22 spodziewamy się na tym poziomie ponad 5 mld PLN i to pomimo przeprowadzanego przestoju remontowego, który ograniczył przerób o około 1 mln ton. W całym roku prognozujemy, że segment rafineryjny wygeneruje ponad 10 mld PLN EBITDA LIFO, a kolejne 2,6 mld PLN dołoży upstream. Uwzględniając odpływy na kapitał obrotowy i planowany capex, Spółka powinna wygenerować w tym roku ponad 6 mld PLN FCF, czyli 33 PLN/akcję.

Propozycja parytetu połączeniowego z PKN

Zaproponowany parytet 1,075x relatywnie nie doszacowuje wartości Lotosu (nasze wyceny DCF wskazują na relację 1,16x) i nie antycypuje obecnego rekordowego otoczenia w rafinerii. Fuzja ma duży potencjał synergii (nasze uproszczone szacunki to NPV rzędu 2,6-3,3 mld PLN), ale z perspektywy akcjonariuszy połączonego podmiotu będą one w dużym stopniu neutralizowane przez negatywny wpływ transakcji z Saudi Aramco.

(mIn PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	20 908,6	33 123,6	56 676,3	49 304,2	40 259,1
EBITDA	-306,9	5 526,9	14 153,9	5 273,5	3 846,3
marża EBITDA	-1,5%	16,7%	25,0%	10,7%	9,6%
EBIT	-1 396,8	4 477,9	13 100,8	4 132,9	2 692,0
zysk netto	-1 146,2	3 211,8	9 670,5	2 793,3	2 013,1
P/E	-	4,1	1,4	4,8	6,6
P/CE	-	3,1	1,2	3,4	4,2
P/BV	1,1	0,9	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	8,8	3,4	0,7	1,2	1,6
DPS	1,00	0,00	3,50	15,69	15,11
DYield	1,4%	0,0%	4,9%	21,8%	21,0%

cena bieżąca	71,90 PLN
cena docelowa	110,62 PLN
kapitalizacja	13,3 mld PLN
free float	6,2 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	46,9 mln PLN

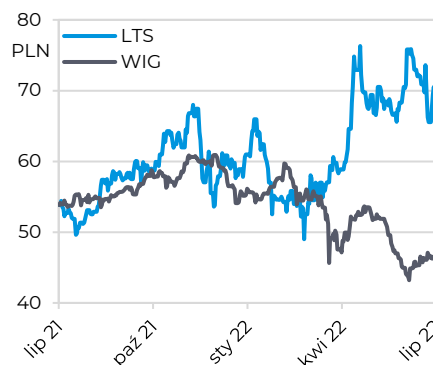
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	53,19%
OFE NN	5,19%
pozostali akcjonariusze	41,62%

Profil spółki

Grupa Lotus jest drugą co do wielkości grupą rafineryjną w Polsce o mocach przerobowych 10,5 mln ton rocznie. Spółka posiada także trzecią co do wielkości sieć stacji paliw w Polsce (511 stacji), a także aktywa wydobywcze na Morzu Bałtyckim (Petrobaltic i litewska Geonafta) oraz na Morzu Norweskim (łącznie zasoby 2P szacowane są na około 75 mln boe).

Kurs akcji LTS na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Lotus	110,62	90,36	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Lotus	71,90	110,62	+53,9%	
zmiana prognoz		2022P	2023P	2024P
EBITDA LIFO		+60,4%	+41,2%	+48,3%
zysk netto		+109,2%	+63,4%	+101,8%
Brent (USD/Bbl)		+12,0%	+5,9%	+0,0%
gaz TTF (EUR/MWh)		+18,8%	+33,3%	+37,5%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)		+74,9%	+82,8%	+67,6%
USD/PLN		+4,3%	+9,4%	+5,8%

Analitik:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.klisczcz@mbank.pl



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 ekwiwalent; **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 księgowa), 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:** FCFE - 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, Comprenum, 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_rynke/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, Comprenum, 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 świadczył, 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 5 lipca 2022 o godzinie 07:41. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 lipca 2022 o godzinie 08:40.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

mBank S.A., 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 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_rynke/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 badania 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 branż 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.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

Lotos (Kamil Kliszcz)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2022-04-07	2022-01-17	2021-11-05	2021-08-04	2021-07-06	2021-06-02
cena docelowa (PLN)	90,36	77,91	82,11	67,20	60,75	53,39
kurs z dnia rekomendacji	60,84	62,44	66,40	52,52	54,40	52,80

mBank S.A.

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

Departament Analiz

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

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

Mateusz Krupa
+48 22 438 24 03 | +48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

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

Mikołaj Lemarczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemarczyk@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.lempicka-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