

wtorek, 7 kwietnia 2020 | aktualizacja raportu

Lotos: redukuj (obniżona)

LTS PW; LTSP.WA | Paliwa, Polska

Upstream konsumuje pozytywne efekty taniej ropy

Wobec ogromnej zmienności kluczowych parametrów makro (ceny węglowodorów, kurs USD i niepewności związanej z paraliżem gospodarki), opracowanie nowego bazowego scenariusza w modelu wyceny Lotosu jest niezwykle trudne i może być obciążone dużym błędem. W niniejszym raporcie, podobnie jak w przypadku pozostałych spółek z sektora, dokonujemy rewizji prognoz zgodnie z naszą aktualną oceną sytuacji. Jednocześnie prezentujemy też dwa alternatywne warianty (optymistyczny i pesymistyczny), które mogą być pomocne w ocenie ryzyka inwestycji w akcje Lotosu w obecnym otoczeniu. Przy obniżeniu ścieżki cen ropy i gazu odpowiednio o 36%/19% oraz zaaplikowaniu recesyjnego otoczenia dla roku 2020 (spadek wolumenów w obszarze downstream i detalu), korygujemy naszą cenę docelową do 59,22 PLN/akcję i obniżamy rekomendację do redukuj. Ostatnie mocne odreagowanie kursu może być w naszej opinii przedwczesne, gdyż spadki cen ropy odciskają trwałe negatywne piętno na wartości Grupy (upstream, rentowność DCU), a obserwowane wysokie cracki dieslowe są nie do utrzymania. Perspektywa dodatnich FCF również może być zagrożona, biorąc pod uwagę deklarowane pomysły nowych inwestycji. Zwracamy także uwagę, że Lotos jest obecnie wyceniany z wyraźną premią do PKN na EV/EBITDA LIFO (+20% dla lat 2020-22), podczas gdy w obecnym otoczeniu to w przypadku Orlenu widzimy większy potencjał do pozytywnych zaskoczeń po okresie epidemii.

Nowa rzeczywistość w poszczególnych segmentach

Obniżamy krzywą terminową dla ropy i gazu średnio o 36%/19%, co bardzo mocno przekłada się na rentowność wydobycia, szczególnie biorąc pod uwagę prowadzone kapitałochłonne inwestycje (B8, Yme). Ubytek EBITDA w latach 2020-22 w stosunku do naszych poprzednich szacunków sięga średnio 0,67 mld PLN rocznie, co wynika z relatywnie wysokich jednostkowych kosztów wydobycia na poziomie ~19 USD/boe. Przecena węglowodorów oczywiście powinna sprzyjać segmentowi przerobu ropy (niższe koszty zużyć własnych, cracki na produktach ciężkich, inercja w dostosowaniu cen produktów bez indeksacji i w detalu, odbudowa pozycji konkurencyjnej rafinerii europejskich względem USA, wzrost dyferencjału U/B), ale wcześniej zobaczymy jeszcze negatywne efekty paraliżu światowej gospodarki. Zakładamy, że wolumeny produkcji w rafinerii spadną w tym roku o 10%, a w detalu spółka doświadczy w perspektywie najbliższych 2 miesięcy 25% spadku wolumenów sprzedaży paliw (ubytok marży pozapaliwowej szacujemy w tym okresie na ~-40%). Ostatnie komunikaty GDDKiA dotyczące spadku ruchu pojazdów wskazują, że te założenia mogą być nawet zbyt optymistyczne, ale zwracamy uwagę, że nie można przekładać statystyk ruchu 1:1 na popyt na paliwa, z uwagi na dużą wagę diesla w konsumpcji (spadek ruchu ciężarówek to „tylko” ~10%). Jeśli chodzi o segment rafinerijny to oczywiście istotnym parametrem jest także wartość dodana instalacji DCU, po której rynek spodziewa się naszym zdaniem zbyt wiele. W recesyjnym otoczeniu przy taniej ropie i znormalizowanej sytuacji na dieslu, dodatkowa marża z koksowania może być mniejsza (wysoki crack HSFO, spadek premii ładowej). Nadal nie ma też pewności, że parametry uzysków dla tej instalacji zostaną dotrzymane.

(mld PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	30 121,7	29 493,3	16 890,9	19 225,0	23 283,4
EBITDA	3 704,0	2 879,0	509,0	2 812,7	3 230,7
marża EBITDA	12,3%	9,8%	3,0%	14,6%	13,9%
EBIT	2 981,3	1 969,7	-501,6	1 775,9	2 150,1
Zysk netto	1 587,4	1 152,9	-560,9	1 304,4	1 462,5
P/E	7,6	10,4	-	9,2	8,2
P/CE	5,2	5,8	26,8	5,1	4,7
P/BV	1,0	0,9	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	3,8	5,2	28,1	5,1	4,5
DPS	1,00	3,00	2,00	3,00	3,00
DYield	1,5%	4,6%	3,1%	4,6%	4,6%

Cena bieżąca	65,10 PLN
Cena docelowa	59,22 PLN
Kapitalizacja	12,04 mld PLN
Free float	5,63 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	52,5 mln PLN

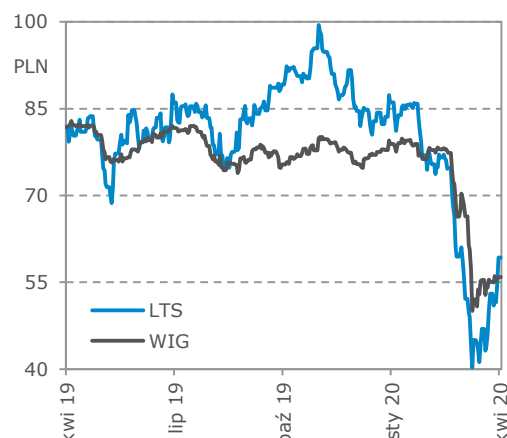
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	53,19%
Pozostali	46,81%

Profil spółki

Grupa Lotos 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 (489 stacji), a także aktywa wydobywcze na Morzu Bałtyckim (Petrobaltic i litewska Geonaftha) oraz na Morzu Norweskim (łącznie zasoby 2P szacowane są na około 81 mln boe).

Kurs akcji LTS na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Lotos	59,22	67,19	redukuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Lotos	65,10	59,22	-9,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	EBITDA LIFO	-29,6%	-27,7%
Zysk netto	-	-6,1%	+9,2%
Brent (USD/Bbl)	-53,8%	-42,9%	-33,3%
Marża+U/Bł (USD/Bbl)	0,0%	+9,1%	+9,1%
USD/PLN	+7,6%	0,0%	0,0%

Analityk:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl

Aktualizacja prognoz w obliczu recesji

Wszystko wskazuje na to, że wkraczamy w zupełnie nową rzeczywistość makroekonomiczną i warunki funkcjonowania Lotosu w kluczowych segmentach również ulegną istotnym zmianom. Poniżej przedstawiamy aktualizację założeń dla scenariusza bazowego, aczkolwiek przy tak dużej niepewności i zmienności kluczowych parametrów zdecydowaliśmy się przedstawić również dwa dodatkowe warianty dla prognoz wyników oraz wyceny.

Scenariusz bazowy

- Ceny gazu:** benchmarki gazowe w Europie nie tapnęły w ostatnich tygodniach, bo znaczną przecenę mają już za sobą (bardzo słaby sezon grzewczy). Niemniej jednak taniejąca ropa i perspektywa spadku popytu ze strony przemysłu ściągnęły roczny kontrakt terminowy w okolice 13,5 EUR/MWh. Obniżamy więc nasze szacunki w ślad za aktualną krzywą terminową, zachowując scenariusz odbicia notowań w 2021 r. z uwagi na normalizację popytu (standardowy sezon grzewczy i powrót wolumenów w przemyśle) oraz możliwe dostosowania podaży (zmniejszenie wydobycia w USA).

Aktualizacja prognoz europejskich cen gazu w EUR/MWh*

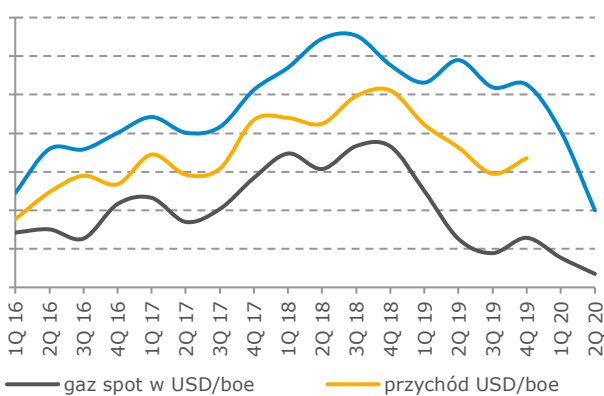
(EUR/MWh)	2020P	2021P	2022P
stara prognoza	13,4	15,8	18,1
nowa prognoza	8,5	11,8	15,0
zmiana	-36%	-25%	-17%
krzywa terminowa	7,4	12,9	14,6

*notowania kontraktów terminowych NCG

Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

Nowe niższe ceny gazu wpływają oczywiście negatywnie na wyniki segmentu wydobywczego (gaz stanowił w 2019 roku ~53% wydobycia ogółem), a przy naszych założeniach w roku 2020 ubytek przychodów może sięgnąć około 170 mln PLN. Jednocześnie należy pamiętać, że spadek rentowności na produkcji będzie kompensowany przez obniżenie kosztów w segmencie downstream, gdzie zużycie własne sięgnęło w ubiegłym roku ~0,6 mld m³ (vs 0,63 mld m³ wydobycia). W tym wypadku ma znaczenie również różnica w reżimach podatkowych między Polską, a Norwegią.

Zrealizowany przychód jednostkowy w segmencie wydobywczym Lotosu na tle benchmarków dla ropy i gazu w USD/boe



Źródło: Lotos, szacunki mBanku

- Ceny ropy:** rozłam w OPEC+ doprowadził do przepełnienia notowań ropy, a nawet zaczęły się pojawiać katastroficzne prognozy zejścia znacznie poniżej 20 USD/Bbl. Nasze założenia modelowe dostosowujemy do bieżących odczytów (30 USD dla bieżącego roku), a w długim terminie obniżamy docelowy poziom Brent z 75 USD/Bbl do 50 USD/Bbl. W tym scenariuszu zakładamy stopniowy powrót do równowagi przez eliminację najdroższych producentów, przy braku dodatkowej reakcji ze strony OPEC+. Sytuacja jest jednak pod tym względem dynamiczna (ostatnie zapowiedzi prezydenta Trumpa oraz na szybko zwołane zdalne posiedzenie OPEC) i wysoka zmienność notowań będzie się zapewne utrzymywać.

Ta rewizja oczywiście wpływa negatywnie na wyniki segmentu wydobywczego (-0,4 mld PLN), ale ceteris paribus obniża także wartość dodaną instalacji DCU (niższa cena ropy w teorii powinna prowadzić do zawężenia spreadu diesel/HSFO). Dodatkowo oczekujemy znacznej straty na wycenie zapasów (efekt LIFO) rzędu -1,7 mld PLN. Strukturalnie szok podaży na ropie powinien jednak równocześnie sprzyjać spółce w obszarze downstream:

- 1) wsparcie dla popytu przez elastyczność cenową,
- 2) znaczna poprawa rentowności produktów „bottom of the barrel” i niższe koszty zużycia własnych,
- 3) zmniejszenie przewag rafinerii amerykańskich,
- 4) większa dostępność ropy ciężkiej z wyższym dyferencjałem.

Oczywiście w krótkim terminie należy pamiętać, że jednocześnie mamy do czynienia z szokiem popytowym na kluczowych rynkach produktowych spółki.

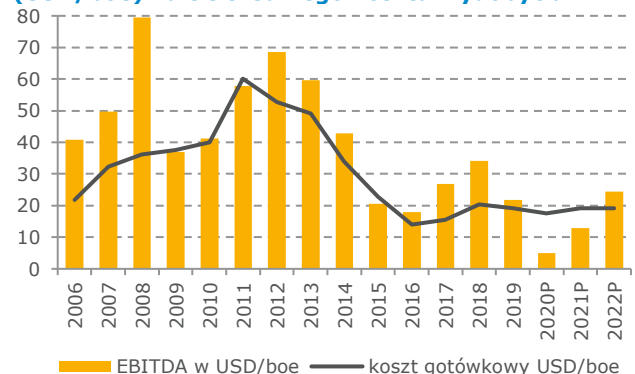
Aktualizacja prognoz cen ropy Brent

(USD/Bbl)	2020P	2021P	2022P
stara prognoza	65,0	70,0	75,0
nowa prognoza	30,0	40,0	50,0
zmiana	-54%	-43%	-33%

Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

Uwzględniając nowe niższe prognozy cen węglowodorów obniżamy szacunki EBITDA w obszarze wydobywczym w latach 2020-22 średnio o 0,6 mld PLN. Zwracamy uwagę, że Lotos jest producentem o relatywnie wysokich kosztach wydobycia, szczególnie jeśli chodzi o aktywa polskie. Ma to też swoje konsekwencje dla wyceny segmentu poprzez mocny spadek rentowności prowadzonych lub planowanych inwestycji na obszarach B8 i B4/B6. Nie można wykluczyć, że w tych okolicznościach Zarząd podejmie decyzję o przełożeniu lub zamrożeniu części nakładów. W niniejszym raporcie uwzględniamy już nowy ogłoszony przez Spółkę harmonogram dla projektu Yme.

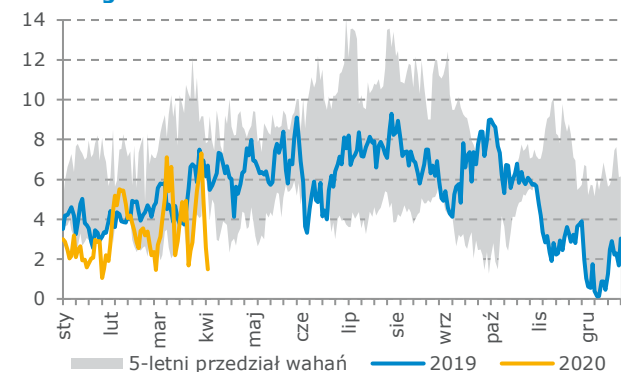
Jednostkowa EBITDA segmentu wydobywczego (USD/boe) na tle średniego kosztu wydobycia



Źródło: Lotos, szacunki mBanku

- Marże rafineryjne:** zwracamy uwagę, że nasz dotychczasowy scenariusz dla modelowej marży rafineryjnej był już konserwatywny, gdyż oczekiwaliśmy negatywnego wpływu naruszenia globalnego bilansu przez nowo uruchamiane moce wytwórcze (spadek marży do 4 USD z 5,6 USD w latach 2018-19). Nie można też abstrahować od drastycznego załamania cen ropy, które jest w teorii wspierające dla marży rafineryjnej (cracki na produktach ciężkich, koszty zużycia własnych, elastyczność cenowa popytu). Niemniej jednak naszym zdaniem pozytywne efekty rozpadu OPEC+ ujawnią się na marżach produktowych w późniejszym terminie, a wcześniej benchmark znajdzie się pod presją globalnej recesji. W tym kontekście obniżamy nasze założenia marżowe dla tego roku o 1 USD/Bbl i o 0,5 USD/Bbl dla lat 2021-22. Bieżące dzienne odczyty marży nie wskazują jeszcze na jakieś istotne osłabienie rentowności (chwilowo benchmark nawet rósł na spadkach surowca), ale naszym zdaniem nie są one zbyt miarodajne (duże wahania cen ropy, wpływ szoku popytowego pojawi się z opóźnieniem).

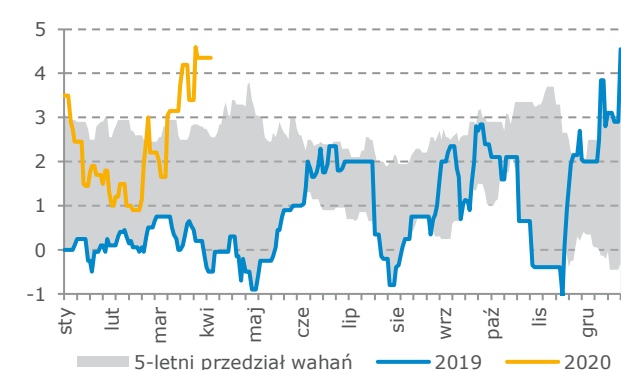
Modelowa marża rafineryjna w USD/Bbl na tle 5-letniego kanału wahań



Źródło: Bloomberg, opracowanie mBanku

- Dyferencjał Ural/Brent:** dotychczas zakładaliśmy stabilizację dyferencjału na znormalizowanej średniej 1,5 USD/Bbl. Rozpad OPEC+ i perspektywa skokowego wzrostu podaży surowca (głównie ropy ciężkiej) zmieniła zasadniczo warunki cenowe na rynku surowca. Obecnie dyskonto przekracza nawet 4 USD/Bbl (poniższy wykres). Naszym zdaniem ekstrapolowanie tych poziomów na najbliższe kwartały może być zbyt agresywnym posunięciem, ale na pewno najbliższe lata upłyną pod znakiem wyższego dyskonta w cenie ciężkich gatunków ropy. Podnosimy nasze szacunki dyferencjału na lata 2020-21 do 2,5 USD/Bbl i do 2 USD w roku 2022. W dłuższym terminie pozostawiamy poziom 1,5 USD/Bbl.

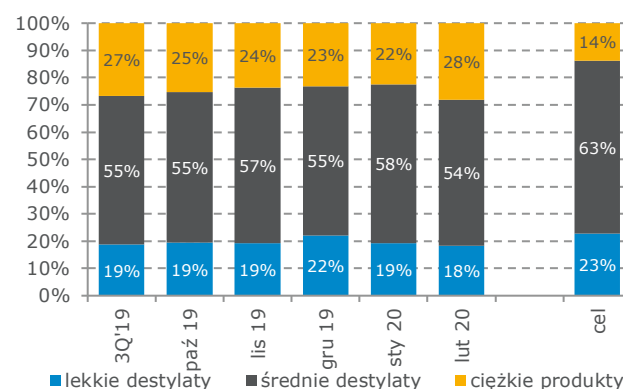
Dyferencjał Ural/Brent w USD/Bbl na tle 5-letniego kanału wahań



Źródło: Bloomberg, opracowanie mBanku

- Wartość dodana instalacji DCU: wartość dodana instalacji koksovania to obecnie jeden z kluczowych parametrów, które mogą mieć wpływ na prognozy i wycenę Lotosu. W tej kwestii pozostajemy przy naszych konserwatywnych założeniach dodatkowej marży na poziomie 1,5 USD/bbl. Nasze obawy budzi struktura produkcji w ostatnich miesiącach, która dość wyraźnie odstaje od docelowych proporcji projektowych instalacji. Oczywiście dopiero w marcu Lotos ustabilizował pracę instalacji (podano komunikat o 30-dniowej nieprzerwanej pracy DCU, ale nie znamy jeszcze uzysków), niemniej jednak symulacja oparta na danych styczniowych (wolumen koksu wskazuje na pracę instalacji na poziomie >80%) uzasadnia tezę, iż trudno będzie osiągnąć zakładany 63% udział średnich destylatów.

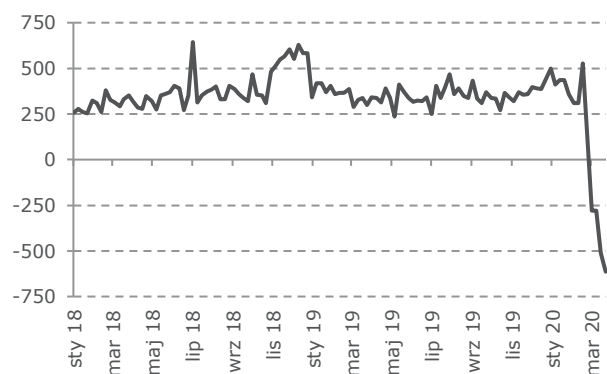
Struktura produkcji rafineryjnej Lotosu w ostatnich miesiącach na tle projektowych uzysków po pełnym uruchomieniu DCU



Źródło: Lotos, opracowanie mBanku

Warto też obserwować rynkowy spread diesel/HSFO, który naszym zdaniem w warunkach przecenionej ropy może znaleźć się pod presją. Na razie tego nie obserwujemy z uwagi na bardzo mocne odczyty cracków na dieslu, ale może to być chwilowa anomalia spowodowana panicznym zakupami na zapas (o tym donoszą traderzy w portach ARA) i opóźnioną reakcją po stronie popytu transportowego i przemysłowego. Nie można również zapominać, że dodatkowy wolumen diesla z Lotosu będzie musiał wypchnąć z rynku import, a to bez wątpienia oznacza presję na premię lądową. Zaczyna to być już widoczne w kwotowaniach rafinerii, co potwierdza poniższy wykres.

Marża na imporcie diesla wg Reflex (przybliżenie tendencji na premii lądowej) w PLN/t



Źródło: Reflex, opracowanie mBanku

- **Wolumen produkcji:** modelowe marże w obecnym otoczeniu to tylko jedna strona medalu, gdyż należy się liczyć z zaburzeniami po stronie wolumenów produkcji. Będzie to spowodowane zarówno przez czynniki epidemiologiczne (lockdown, zachorowania pracowników, problemy z logistyką), jak i późniejsze pogorszenie globalnej koniunktury. Ze względu na brak miarodajnych punktów odniesienia, założenia dotyczące spadku utylizacji mocy wytwórczych są w dużym stopniu uznaniowe. Poniżej prezentujemy przyjęte dynamiki wolumenów dla trzech wariantów. W przypadku segmentu wydobywania nie zakładamy żadnych zmian w stosunku do dotychczasowego scenariusza. Zwracamy uwagę, że spadek przerobu o 10% w skali roku odpowiada w uproszczeniu stabilnej produkcji w 1Q, spadkowi utylizacji mocy o 35% w okresie kwarantanny, stopniowemu wychodzeniu z tej fazy na dynamice -15% i recesyjnego obniżeniu produkcji o 4% r/r w 2H'20.

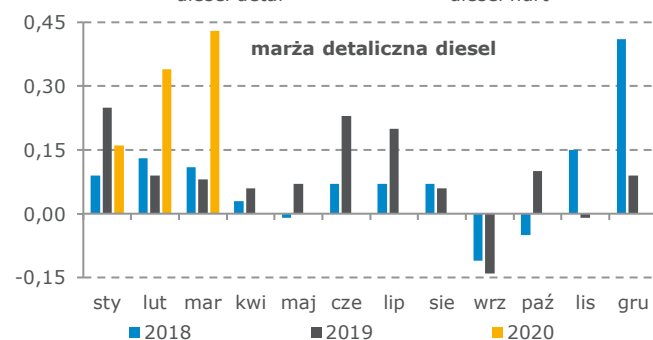
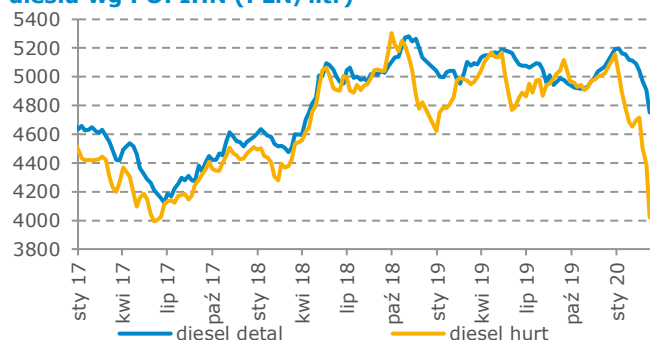
Zakładana dynamika wolumenów produkcji w rafinerii Lotosu dla 3 wariantów

segment	2020P	2021P	2022P
wariant bazowy			
rafineria	-10%	5%	5%
wariant optymistyczny			
rafineria	-5%	5%	0%
wariant pesymistyczny			
rafineria	-20%	10%	10%

Źródło: szacunki mBanku

- **Wolumen i marże detaliczne:** marże detaliczne oczywiście korzystają na tąpnięciu cen ropy, gdyż ceny na stacjach z dużą inercją odzwierciedlają benchmarki hurtowe (marcowa marża na dieslu sięgała rekordowych 43 groszy na litrze, a na benzynie aż 56 groszy). Niemniej jednak to niedopasowanie może być krótkotrwałe, szczególnie w kontekście oczekiwanego spadku siły nabywczej konsumentów i wzrostu ich wrażliwości na cenę. Dlatego też w naszym bazowym scenariuszu nie zmieniamy naszych założeń dotyczących marży paliwowej.

Cena detaliczna diesla w Polsce na tle ceny hurtowej (PLN/1000l) i teoretyczna marża detaliczna na dieslu wg POPIHN (PLN/litr)



Źródło: Bloomberg, POPIHN, Eurostat, opracowanie mBanku

Dużym znakiem zapytania jest natomiast strona wolumenowa, zarówno jeśli chodzi o sprzedaż paliw, jak i oferty pozapaliwowej. Dane historyczne potwierdzają, że konsumpcja paliw jest praktycznie 1:1 skorelowana z dynamiką PKB. Niemniej jednak w krótkim terminie należy liczyć się z mocniejszym ograniczeniem odwiedzalności stacji (kwarantanna, spadek ruchu samochodowego, zalecenia służb medycznych). Dane publikowane przez GDDKiA wskazują, że w pierwszym tygodniu kwarantanny ruch ogółem w Polsce spał na 25-35%, ale w drugim było to już 30-37%, z uwagi na bardziej zauważalną zmianę w ruchu pojazdów ciężarowych (-5% do -8% spadku vs tylko 2% spadku w pierwszym tygodniu kwarantanny). Te odczyty nieco odbiegają od doświadczeń innych krajów, które są w bardziej zaawansowanej fazie epidemii, a na podstawie których formułowaliśmy nasze założenia spadku wolumenów w detalu dla sieci Orlenu w raporcie analitycznych dotyczącym tej spółki. Niemniej na razie nie zmieniamy naszego wariantu bazowego i dla Lotosu przyjmujemy identyczne założenia (patrz poniższa tabela). Przypominamy, że ruchu pojazdów nie można przekładać 1:1 na popyt na paliwa, gdyż waga diesla w sprzedaży to około 65% (duży wpływ samochodów ciężarowych, gdzie obserwowany spadek ruchu jest znacznie mniejszy). Jeśli chodzi o sprzedaż pozapaliwową to spodziewamy się analogicznego pogorszenia dynamik, a w okresie największego paraliżu (lockdown/kwarantanna i powolne wychodzenie z izolacji), nawet o połowę silniejszego tąpnięcia niż w przypadku paliw. Przy niezmienionej marży jednostkowej na paliwach oznacza to pogorszenie EBITDA Lotosu o 70 mln PLN (-24%) w stosunku do dotychczasowego scenariusza (+1% na wolumenach).

Zakładane dynamiki sprzedaży paliw w sieci detalicznej Lotosu dla 3 wariantów

okres	tryb	warianty		
		bazowy	+	-
sty-lut	normalność	2%	2%	2%
mar-maj	lockdown	-25%	-15%	-35%
maj-cze	przejściowy	-10%	-5%	-15%
lip-gru	recesja	-4%	-2%	-6%
średnia roczna		-7,5%	-4,0%	-11,0%

Źródło: Bloomberg, Eurostat, opracowanie mBanku

Zakładane dynamiki sprzedaży pozapaliwowej w sieci Lotosu

okres	tryb	warianty		
		bazowy	+	-
sty-lut	normalność	2%	2%	2%
mar-maj	lockdown	-38%	-23%	-53%
maj-cze	przejściowy	-15%	-8%	-23%
lip-gru	recesja	-4%	-2%	-6%
średnia roczna		-10,4%	-5,7%	-15,2%

Źródło: Bloomberg, Eurostat, opracowanie mBanku

- **Kapitał obrotowy:** w otoczeniu spadającej ropy jednorazowo spadnie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, co według naszych szacunków pozwoli na odmrożenie około 2 mld PLN gotówki. Oczywiście należy liczyć się z możliwym czasowym zwiększeniem wskaźników cyklu należności (problemy klientów), czy zapasów (zatory logistyczne). Przypominamy również, że powyższa kwota to zmiana kapitału obrotowego w rachunku przepływów i nie można zapominać o jednoczesnym zaksięgowaniu ujemnego efektu LIFO, który szacujemy na -1,7 mld PLN.

- **CAPEX:** W prognozach nakładów inwestycyjnych uwzględniamy bez zmian wszystkie zdefiniowane kluczowe projekty i partycypację w inwestycji PDH (0,5 mld PLN). Wprowadzamy zmiany w harmonogramie projektu Yme oraz w poziomie wydatków na uruchomienie B8, zgodnie z informacją z raportu rocznego (przykładamy jednak 20% dyskonto do podanej kwoty 523 mln PLN z uwagi na oczekiwany spadek kosztów inwestycji w obecnej sytuacji na rynku ropy). Korygujemy w dół prognozy nakładów poszukiwawczych w segmencie wydobywczym z uwagi na mocne spadki cen węgłowodurów.

Prognozy i wycena Lotosu w nowym scenariuszu bazowym

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P
Brent w USD/Bbl	64,0	30,0	40,0	50,0
Gaz w EUR/MWh	15,0	8,5	11,8	15,0
Marża rafineryjna	5,8	3,0	3,5	4,0
Dyferencjał U/B	0,9	2,5	2,5	2,0
Rafineria wolumeny	-10%	5%	5%	0%
EBITDA LIFO	2 861	2 277	2 351	2 727
Rafineria	1 965	1 910	1 828	1 821
Upstream	630	142	284	666
Detal	259	224	239	241
Wycena DCF (9M)	60,7			

Zródło: szacunki mBanku

Scenariusz optymistyczny

- **Główne różnice do scenariusza bazowego:** ceny węgłowodurów +10% do scenariusza bazowego, marża rafineryjna dla roku 2020 podwyższona o 0,5 USD, a dyferencjał podwyższony o 0,5 USD/Bbl dla lat 2020-21. Marża detaliczna paliwowa wyższa o 5% dla roku 2020. Dynamika wolumenów dla poszczególnych segmentów zgodnie z poniższą tabelą.

Prognozy i wycena Lotosu w nowym scenariuszu optymistycznym

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P
Brent w USD/Bbl	64,0	33,0	44,0	55,0
Gaz w EUR/MWh	15,0	8,5	13,0	16,5
Marża rafineryjna	5,8	3,5	3,5	4,0
Dyferencjał U/B	0,9	3,0	3,0	2,0
Rafineria wolumeny	-5%	5%	0%	0%
EBITDA LIFO	2 861	2 731	2 640	2 820
Rafineria	1 965	2 309	2 040	1 789
Upstream	630	182	352	781
Detal	259	240	248	250
Wycena DCF (9M)	64,1			

Zródło: szacunki mBanku

Scenariusz pesymistyczny

- **Główne różnice do scenariusza bazowego:** ceny węgłowodurów -10% do scenariusza bazowego, marża rafineryjna dla lat 2020-21 obniżona o 0,5 USD, a dyferencjał obniżony o 0,5 USD/Bbl dla roku 2021. Marża detaliczna paliwowa niższa o 5% dla roku 2020. Dynamika wolumenów dla poszczególnych segmentów zgodnie z poniższą tabelą.

Prognozy i wycena Lotosu w nowym scenariuszu pesymistycznym

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P
Brent w USD/Bbl	64,0	27,0	36,0	45,0
Gaz w EUR/MWh	15,0	8,5	10,6	13,5
Marża rafineryjna	5,8	2,5	3,0	4,0
Dyferencjał U/B	0,9	2,5	2,0	2,0
Rafineria wolumeny	-20%	10%	10%	0%
EBITDA LIFO	2 861	1 884	1 930	2 594
Rafineria	1 965	1 573	1 486	1 813
Upstream	630	103	215	550
Detal	259	208	229	230
Wycena DCF (9M)	55,7			

Zródło: szacunki mBanku

Wycena

Wartość spółki Lotos szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej (obniżamy wagę porównawczej do zaledwie 10% z uwagi na fakt, że przy obecnym rozchwianiu rynku wskaźniki dla spółek porównywalnych mogą być zniekształcone przez niezaktualizowane jeszcze prognozy konsensusu). Cenę docelową akcji Lotos szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 59,22 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	10%	43,22
Wycena DCF	90%	57,10
	cena wynikowa	55,71
	cena docelowa za 9 m-cy	59,22

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec marca 2020 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2019 roku powiększony o zobowiązania netto wynikające z leasingu (zgodnie z MSSF16).
- W modelu uwzględniamy przedstawione poniżej założenia makroekonomiczne.
- Model zdyskontowanych przepływów nie uwzględnia segmentu wydobywczego, który jest wyceniony osobno metodą NPV (tabela poniżej).

- Przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość capex do 516 mln PLN zrównując tę pozycję do poziomu amortyzacji.
- Po roku 2029 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%, współczynnik beta na poziomie 1,0. W przypadku wyceny segmentu wydobywczego stopa wolna od ryzyka jest kalkulowana w oparciu o ważone rentowności obligacji poszczególnych krajów, w których Lotos prowadzi działalność operacyjną.

Dodatkowe założenia:

(USD/bbl)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
ropa Brent	64,0	30,0	40,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
ropa Ural	63,1	27,5	37,5	48,0	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5
dyferencjał Ural-Brent	0,9	2,5	2,5	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
marża produktowa Lotos	5,8	3,0	3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5

(tys. ton)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przerób ropy	10 672	9 450	9 923	10 419	10 419	10 419	10 419	10 419	10 419	10 419	10 419
Wydobycie Polska mboe/d	4,6	4,3	5,6	6,4	10,4	10,2	9,9	9,7	9,5	9,2	9,0
Wydobycie Litwa w mboe/d	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	0,4	0,3
Wydobycie Norwegia w mboe/d	15,5	14,7	10,5	13,6	10,9	8,9	7,1	5,9	4,5	3,5	2,7

Kursy walutowe	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
kurs USD/PLN	3,84	4,00	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
kurs EUR/PLN	4,30	4,70	4,45	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30

Model DCF (bez aktywów wydobywczych)

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2029+
Przychody ze sprzedaży	16 244	18 516	22 097	22 071	22 085	22 100	22 114	22 129	22 143	22 158	22 158
zmiana	-42,6%	14,0%	19,3%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
EBITDA	366,6	2 529,1	2 565,2	2 036,8	2 011,7	1 985,8	1 959,1	1 926,0	1 909,9	1 878,7	1 878,7
marża EBITDA	2,3%	13,7%	11,6%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%
Amortyzacja	786,1	812,8	815,4	841,6	759,0	774,3	789,9	805,5	821,6	838,7	838,7
EBIT	-419,5	1 716,3	1 749,8	1 195,2	1 252,7	1 211,5	1 169,3	1 120,5	1 088,3	1 040,0	1 040,0
marża EBIT	-2,6%	9,3%	7,9%	5,4%	5,7%	5,5%	5,3%	5,1%	4,9%	4,7%	4,7%
Opodatkowanie EBIT	-79,7	326,1	332,5	227,1	238,0	230,2	222,2	212,9	206,8	197,6	197,6
NOPLAT	-339,8	1 390,2	1 417,3	968,1	1 014,7	981,3	947,1	907,6	881,5	842,4	842,4
CAPEX	-736,9	-602,5	-624,8	-624,8	-624,8	-676,9	-676,9	-676,9	-676,9	-676,9	-838,7
Kapitał obrotowy	2 125,2	-499,8	-985,5	-102,3	11,9	11,0	7,6	10,1	7,7	5,9	5,9
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	1 834,6	1 100,7	622,4	1 082,6	1 160,8	1 089,8	1 067,6	1 046,3	1 033,9	1 010,1	848,3
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
współczynnik dyskonta	94,3%	87,2%	80,7%	74,5%	68,6%	63,2%	58,3%	53,7%	49,5%	45,6%	45,6%
PV FCF	1 730,3	960,1	502,0	806,0	796,5	689,2	622,3	562,1	511,9	461,0	
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	7,9%	7,7%	7,5%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%
Wartość rezydualna (TV)	11 311
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	5 161,9
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	7 641,5
Wartość firmy (EV)	12 803
Dług netto	2 899,8
Wartość firmy	9 903,6
Liczba akcji (mln)	184,9
Wartość firmy na akcję w PLN (bez Petrobalticu)	53,6
Wartość udziałów w Petrobalticu na akcję	3,5
Ostateczna wartość akcji Lotosu	57,1
9-miesięczny koszt kapitału	6,3%
Cena docelowa (PLN)	60,7
EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej	27,8
P/E('20) dla ceny docelowej	-
Udział TV w EV (część rafineryjna)	40%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	54,5	57,2	60,7	65,3	71,5
WACC +0,5 p.p.	55,8	58,8	62,8	68,1	75,5
WACC	57,2	60,7	65,3	71,5	80,5
WACC -0,5 p.p.	58,8	62,8	68,1	75,5	86,7
WACC -1,0 p.p.	60,7	65,3	71,5	80,5	94,6

Wycena NPV segmentu wydobywczego (mln PLN)

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	(...)
Cena ropy Brent	30,0	40,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	
USD/PLN	4,00	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	
POLSKA	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	(...)
Przychody ze sprzedaży	172,9	273,0	389,9	552,7	538,2	523,7	509,2	494,7	480,2	465,6	
EBITDA skor.	7,0	74,5	160,8	217,0	211,0	205,0	199,0	192,9	186,9	180,6	
marża EBITDA	4,1%	27,3%	41,3%	39,3%	39,2%	39,1%	39,1%	39,0%	38,9%	38,8%	
Amortyzacja	101,0	131,3	149,6	243,4	237,9	232,5	227,0	221,6	216,1	210,6	
EBIT	-94,0	-56,7	11,2	-26,3	-26,9	-27,5	-28,1	-28,6	-29,2	-30,0	
marża EBIT	-54,3%	-20,8%	2,9%	-4,8%	-5,0%	-5,2%	-5,5%	-5,8%	-6,1%	-6,5%	
Opodatkowanie EBIT	-17,9	-10,8	2,1	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,7	
CAPEX	-90,0	-450,0	-450,0	-50,0	-48,9	-47,8	-46,6	-45,5	-44,4	-43,3	
FCF	-65,1	-364,7	-291,3	172,0	167,2	162,4	157,6	152,9	148,1	143,0	
WACC	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	
współczynnik dyskonta	94,6%	87,8%	81,5%	75,6%	70,2%	65,1%	60,4%	56,1%	52,1%	48,3%	
PV FCF	-61,6	-320,1	-237,3	130,1	117,4	105,8	95,3	85,8	77,1	69,1	332,2
NORWEGIA	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	(...)
Przychody ze sprzedaży	443,4	399,2	750,8	616,2	512,7	416,7	350,7	272,2	212,8	167,2	
EBITDA skor.	122,4	191,7	483,0	400,5	336,6	276,7	235,1	183,1	143,6	113,1	
marża EBITDA	27,6%	48,0%	64,3%	65,0%	65,6%	66,4%	67,0%	67,3%	67,5%	67,7%	
Amortyzacja	109,4	78,6	101,4	81,7	66,7	53,0	43,8	33,7	26,2	20,5	
EBIT	13,0	113,1	381,6	318,9	269,8	223,7	191,3	149,4	117,4	92,7	
marża EBIT	2,9%	28,3%	50,8%	51,7%	52,6%	53,7%	54,6%	54,9%	55,2%	55,4%	
Opodatkowanie EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
CAPEX	-305,0	-305,0	-146,7	-118,2	-96,5	-76,7	-63,4	-48,8	-37,9	-29,6	
FCF	-182,6	-113,3	336,3	282,4	240,0	200,0	171,8	134,4	105,7	83,5	
WACC	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	
współczynnik dyskonta	95,1%	88,9%	83,1%	77,7%	72,7%	68,0%	63,5%	59,4%	55,6%	52,0%	
PV FCF	-173,6	-100,7	279,6	219,5	174,5	135,9	109,2	79,8	58,7	43,4	274,4
LITWA	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	(...)
Przychody ze sprzedaży	30,3	36,4	45,4	45,4	45,4	45,4	45,4	36,4	29,1	23,3	
EBITDA skor.	13,0	17,3	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	17,3	13,8	11,1	
marża EBITDA	42,9%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%	
Amortyzacja	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	11,3	9,0	7,2	
EBIT	-1,2	3,2	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	6,0	4,8	3,8	
marża EBIT	-3,8%	8,7%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
Opodatkowanie EBIT	-0,2	0,5	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	0,9	0,7	0,6	
CAPEX	-8,2	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-5,9	-4,7	-3,8	
FCF	5,0	9,5	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	10,5	8,4	6,7	
WACC	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	
współczynnik dyskonta	94,6%	87,8%	81,5%	75,6%	70,2%	65,1%	60,4%	56,1%	52,1%	48,3%	
PV FCF	4,7	8,3	10,7	9,9	9,2	8,6	7,9	5,9	4,4	3,3	9,0
Wartość aktywów PL	249,8										
Wartość aktywów NO	335,9										
Wartość aktywów LT	66,5										
w tym rezerwy likwidacyjne (PL, LT, NO)	-924,1										
Wartość złóż Lotosu netto	652,2										
na akcję Lotosu	3,5										
EV/2P w USD/Bbl	1,8										

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2019-2021 dla dwóch osobnych grup porównawczych. W pierwszej grupie spółek uwzględniliśmy regionalne spółki rafineryjne, które nie mają ekspozycji na segment wydobycia lub jest ona ograniczona. Do drugiej grupy wybraliśmy z kolei podmioty zajmujące się produkcją węglowodorów oraz zintegrowane spółki z sektora oil&gas posiadające rozbudowane segmenty wydobywcze, które generują znaczną część bieżącego strumienia EBITDA. Wyceny tych podmiotów dobrze oddają zarówno poziom ryzyka operacyjnego przypisany do tego rodzaju działalności, jak również podwyższony koszt kapitału związany z obecnością w regionach o dość niestabilnej sytuacji politycznej. Dla obydwu kategorii przyjęliśmy wagi zależne od udziału segmentów w strumieniu EBITDA Grupy.

(PLN)	waga	cena
Spółki rafineryjne	70%	38,90
Spółki wydobywcze	30%	53,29
wycena porównawcza		43,22

Analiza porównawcza (spółki rafineryjne)

Spółki rafineryjne	P/E					EV/EBITDA			
	Cena	2018	2019	2020P	2021P	2018	2019	2020P	2021P
HELLENIC PETROLEUM	5,8	5,9	10,8	7,4	5,4	4,7	6,7	5,7	5,2
MOL	1 954	4,6	6,2	-	11,5	2,8	3,2	6,8	5,5
MOTOR OIL	12,7	4,6	5,8	5,2	5,4	2,9	3,6	3,6	3,5
NESTE OYJ	28,5	20,1	14,8	16,6	14,8	11,8	9,1	10,5	9,4
OMV	27,5	5,7	5,3	8,9	6,3	3,6	3,3	4,2	3,6
OMV PETROM	0,3	4,9	5,0	15,8	9,0	1,5	1,6	2,1	2,0
PKN ORLEN	63,8	5,3	6,3	-	9,3	3,9	3,6	4,6	5,0
SARAS	0,9	7,6	13,1	6,5	7,2	2,2	2,7	2,0	2,2
TUPRAS	85,3	6,1	57,2	6,5	5,2	3,7	7,6	4,8	4,1
Maksimum		20,1	57,2	16,6	14,8	11,8	9,1	10,5	9,4
Minimum		4,6	5,0	5,2	5,2	1,5	1,6	2,0	2,0
Mediana		5,7	6,3	7,4	7,2	3,6	3,6	4,6	4,1
GRUPA LOTOS	65,1	7,6	10,4	-	9,2	4,5	5,2	6,3	6,1
Premia (dyskonto)		32%	64%	-	29%	24%	45%	36%	49%
Implikowana wycena									
Mediana		5,7	6,3	7,4	7,2	3,6	3,6	4,6	4,1
Waga wskaźnika				50,0%				50,0%	
Waga roku		0,0%	10,0%	40,0%	50,0%	0,0%	10,0%	40,0%	50,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)	38,9								

Analiza porównawcza (spółki wydobywcze)

Spółki wydobywcze	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2018	2019	2020P	2021P	2018	2019	2020P	2021P
AKER BP	156,2	9,7	30,5	13,5	10,7	3,1	3,9	3,6	2,9
BP	334,4	6,9	8,6	20,1	12,1	3,8	3,9	5,4	4,7
ENI	9,3	7,7	10,7	39,2	13,7	2,7	3,0	4,4	3,5
SHELL	17,0	7,1	8,6	21,0	12,3	3,7	3,9	5,9	5,0
STATOIL (EQUINOR)	136,2	6,4	8,7	28,1	12,0	2,1	2,5	3,5	2,7
TOTAL	33,7	7,1	8,4	18,4	11,2	4,1	4,2	5,5	4,6
TULLOW OIL	23,7	2,6	1,8	97,1	-	3,0	3,4	4,9	5,5
LUKOIL	5175,5	6,3	5,4	8,3	7,6	3,2	2,9	3,7	3,3
BASHNEFT	1664,0	2,7	2,6	2,3	1,8	1,8	1,8	1,6	1,3
GAZPROM NEFT	339,5	4,1	4,1	5,3	4,6	3,7	3,7	4,6	3,9
ROSNEFT	345,0	6,0	5,2	7,6	5,8	3,6	3,7	4,5	3,7
Maksimum		9,7	30,5	97,1	13,7	4,1	4,2	5,9	5,5
Minimum		2,6	1,8	2,3	1,8	1,8	1,8	1,6	1,3
Mediana		6,4	8,4	18,4	11,0	3,2	3,7	4,5	3,7
GRUPA LOTOS	65,1	7,6	10,4	-	9,2	4,5	5,2	6,3	6,1
Premia (dyskonto)		-	24,7%	-	-15,8%	40%	42,4%	40%	65%
Implikowana wycena									
Mediana		6,4	8,4	18,4	11,0	3,2	3,7	4,5	3,7
Waga wskaźnika		50,0%				50,0%			
Waga roku		0,0%	10,0%	40,0%	50,0%	0,0%	10,0%	40,0%	50,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)	53,3								

Rachunek wyników

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	20 931,1	24 185,6	30 121,7	29 493,3	16 890,9	19 225,0	23 283,4
zmiana	-7,8%	15,5%	24,5%	-2,1%	-42,7%	13,8%	21,1%
EBITDA	2 922,6	3 072,8	3 704,0	2 879,0	509,0	2 812,7	3 230,7
Rafineria	2 195,3	2 143,9	2 278,5	1 910,5	142,8	2 290,3	2 324,6
w tym LIFO	-77,1	170,9	499,9	-141,2	-1 767,6	462,0	504,0
Upstream*	599,8	814,6	1271,3	723,4	142,4	283,5	665,5
Detal	126,8	124,7	147,8	237,3	223,7	238,8	240,6
Pozostałe	0,6	-10,4	6,4	7,8	0,0	0,0	0,0
EBITDA LIFO skorygowana	2 596,1	3 049,7	3 126,1	2 861,0	2 276,6	2 350,7	2 726,7
EBIT	1 854,7	2 228,5	2 981,3	1 969,7	-501,6	1 775,9	2 150,1
zmiana	338,0%	20,2%	33,8%	-33,9%	-125,5%	-454,1%	21,1%
marża EBIT	8,9%	9,2%	9,9%	6,7%	-3,0%	9,2%	9,2%
Wynik na działalności finansowej	-278,1	216,0	-262,0	-281,7	-224,5	-205,0	-215,6
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,9	3,2	3,3	4,2	4,2	4,2	4,2
Zysk brutto	1 579,4	2 447,7	2 722,6	1 692,2	-721,9	1 575,1	1 938,7
Podatek dochodowy	564,2	775,9	1 135,2	539,3	-160,9	270,7	476,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	1 015,2	1 671,8	1 587,4	1 152,9	-560,9	1 304,4	1 462,5
zmiana	-485,6%	64,7%	-5,0%	-27,4%	-148,7%	-332,5%	12,1%
marża	4,9%	6,9%	5,3%	3,9%	-3,3%	6,8%	6,3%
Amortyzacja	1 067,9	844,3	722,7	909,3	1 010,6	1 036,8	1 080,6
EBITDA	2 922,6	3 072,8	3 704,0	2 879,0	509,0	2 812,7	3 230,7
zmiana	156,8%	5,1%	20,5%	-22,3%	-82,3%	452,6%	14,9%
marża EBITDA	14,0%	12,7%	12,3%	9,8%	3,0%	14,6%	13,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	184,9	184,9	184,9	184,9	184,9	184,9	184,9
EPS	5,5	9,0	8,6	6,2	-3,0	7,1	7,9
CEPS	11,3	13,6	12,5	11,2	2,4	12,7	13,8
ROAE	12,4%	17,3%	14,0%	9,3%	-4,6%	10,7%	11,2%
ROAA	5,3%	8,3%	7,3%	5,0%	-2,5%	6,2%	6,5%

*wynik na wydobyciu skorygowany o wyłączenia konsolidacyjne

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	19 326,3	21 171,2	22 223,9	23 672,1	20 622,3	21 717,3	23 122,7
Majątek trwały	12 330,7	12 462,1	13 078,0	14 236,2	14 887,1	15 222,2	15 189,9
Rzeczowe aktywa trwałe	10 651,7	11 165,7	11 786,4	13 270,8	13 426,4	13 778,3	13 954,4
Wartości niematerialne i prawne	651,8	468,0	489,9	490,5	464,4	440,6	412,8
Wartość firmy	98,1	106,5	117,2	142,2	142,2	142,2	142,2
Inwestycje długoterminowe	20,9	2,7	9,1	0,1	500,1	500,1	500,1
Pozostałe aktywa trwałe	908,1	719,2	675,4	332,6	353,9	360,9	180,3
Majątek obrotowy	6 995,6	8 709,1	9 145,9	9 435,9	5 735,3	6 495,1	7 932,8
Zapasy	3 333,6	3 559,6	4 848,9	4 854,3	2 552,8	2 935,9	3 718,5
Należności krótkoterminowe	2 251,7	2 677,0	1 880,4	2 609,1	1 858,0	2 114,7	2 561,2
Pozostałe aktywa obrotowe	665,7	551,8	475,3	455,9	455,9	455,9	455,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	744,6	1 920,7	1 941,3	1 516,6	868,6	988,6	1 197,3

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
PASYWA	19 326,3	21 171,2	22 223,9	23 672,1	20 622,3	21 717,3	23 122,7
Kapitał własny	8 610,8	10 712,4	12 034,7	12 715,3	11 848,4	12 641,8	13 549,7
Kapitał akcyjny	184,9	184,9	184,9	184,9	184,9	184,9	184,9
Pozostałe kapitały własne	8 425,9	10 527,5	11 849,8	12 530,4	11 663,5	12 456,9	13 364,8
Kapitały mniejszości	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania długoterminowe	5 443,7	4 264,4	4 044,3	5 097,9	4 243,8	4 353,7	4 526,5
Pożyczki i kredyty	3 980,5	2 738,3	2 345,3	3 142,6	2 288,5	2 398,4	2 571,2
Pozostałe	1 463,1	1 526,1	1 699,0	1 955,3	1 955,3	1 955,3	1 955,3
Zobowiązania krótkoterminowe	5 271,7	6 194,3	6 144,8	5 858,8	4 530,0	4 721,7	5 046,4
Pożyczki i kredyty	1 576,7	1 687,6	1 538,7	1 273,8	872,3	924,0	1 005,2
Zobowiązania handlowe	1 718,2	2 201,7	1 913,7	1 940,8	1 013,5	1 153,5	1 397,0
Pozostałe	1 927,6	2 095,0	2 127,1	2 427,1	2 427,1	2 427,1	2 427,1
Dług	5 557,3	4 425,9	3 884,0	4 416,4	3 160,8	3 322,3	3 576,4
Dług netto	4 807,7	2 505,2	1 942,7	2 899,8	2 292,3	2 333,8	2 379,1
(Dług netto / Kapitał własny)	55,8%	23,4%	16,1%	22,8%	19,3%	18,5%	17,6%
(Dług netto / EBITDA LIFO)	1,9	0,8	0,6	1,0	1,0	1,0	0,9
BVPS	46,6	57,9	65,1	68,8	64,1	68,4	73,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	2 653,9	3 126,5	2 327,5	2 130,2	2 778,0	2 039,4	1 953,8
Zysk netto	1 015,2	1 671,8	1 587,4	1 152,9	-560,9	1 304,4	1 462,5
Amortyzacja	1 067,9	844,3	722,7	909,3	1 010,6	1 036,8	1 080,6
Kapitał obrotowy	-340,7	-172,7	-748,1	-709,7	2 125,2	-499,8	-985,5
Pozostałe	911,5	783,1	765,5	777,7	203,1	198,0	396,2
Przepływy inwestycyjne	-1 003,2	-1 448,7	-1 086,6	-407,9	-1 624,7	-1 352,9	-1 214,8
CAPEX	-1 243,7	-1 439,2	-967,2	-805,0	-1 140,1	-1 364,9	-1 228,9
Inwestycje kapitałowe	-245,4	-57,0	-233,9	0,0	-500,0	0,0	0,0
Pozostałe	485,8	47,5	114,5	397,1	15,4	12,0	14,1
Przepływy finansowe	-1 201,5	-482,7	-1 235,0	-2 141,2	-1 801,3	-566,5	-530,3
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-1 130,6	-174,5	-842,3	-1 075,8	-1 191,7	205,1	254,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-184,9	-184,9	-554,6	-369,7	-554,6	-554,6
Pozostałe	-254,2	-240,1	-257,3	-511,3	-239,8	-217,0	-229,7
Zmiana stanu środków pieniężnych	452,7	1 189,8	17,7	-421,7	-648,0	120,0	208,7
Środki pieniężne na koniec okresu	744,6	1 920,7	1 941,3	1 516,6	868,6	988,6	1 197,3
DPS (PLN)	0,00	1,00	1,00	3,00	2,00	3,00	3,00
FCF	528,6	628,0	619,6	825,0	1 155,1	677,3	540,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	5,9%	6,0%	3,2%	2,7%	6,7%	7,1%	5,3%

Wskaźniki rynkowe

	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	11,9	7,2	7,6	10,4	-	9,2	8,2
P/CE	5,8	4,8	5,2	5,8	26,8	5,1	4,7
P/BV	1,4	1,1	1,0	0,9	1,0	1,0	0,9
P/S	0,6	0,5	0,4	0,4	0,7	0,6	0,5
FCF/EV	3,1%	4,3%	4,4%	5,5%	8,1%	4,7%	3,7%
EV/EBITDA	5,8	4,7	3,8	5,2	28,1	5,1	4,5
EV/EBIT	9,1	6,5	4,7	7,6	-	8,1	6,7
EV/S	0,8	0,6	0,5	0,5	0,8	0,7	0,6
DYield	0,0%	1,5%	1,5%	4,6%	3,1%	4,6%	4,6%
Cena (PLN)	65,1	65,1	65,1	65,1	65,1	65,1	65,1
Liczba akcji na koniec roku (mln)	184,9	184,9	184,9	184,9	184,9	184,9	184,9
MC (mln PLN)	12 035	12 035	12 035	12 035	12 035	12 035	12 035
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0	0	0	0	0	0	0
EV (mln PLN)	16 843	14 541	13 978	14 935	14 328	14 369	14 414

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
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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

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:

KUPIJ – 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. Senatorskiej 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/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), które 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 przedstawianych 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, Comarch, VRG, mBank GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

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 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 7 kwietnia 2020 o godzinie 08:20.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 kwietnia 2020 o godzinie 08:20.

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., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, 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 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) – wyliczona 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

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	67,19	68,47	77,80	72,31	65,95	65,41
kurs z dnia rekomendacji	61,06	76,78	85,20	88,66	87,82	86,22

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

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

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl