



analityk: Adam Maćkowiak

data sporządzenia: 26.10.2017

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
<b>64,84</b>	<b>11 987,2</b>	<b>46,81%</b>	<b>23 745,7</b>	<b>8,0</b>	<b>1,27</b>

Grupa Kapitałowa Grupy LOTOS SA to pionowo zintegrowany koncern naftowy zajmujący się wydobywaniem i przerobem ropy naftowej oraz dystrybucją produktów naftowych.

Wyniki kwartalne	1Q '16	2Q '16	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	3Q '17	r/r	q/q	Kons.	różnica
<b>Przychody</b>	<b>3935,9</b>	<b>4969,0</b>	<b>5660,0</b>	<b>6366,1</b>	<b>5447,3</b>	<b>5454,9</b>	<b>6262,6</b>	<b>10,6%</b>	<b>14,8%</b>	<b>6074,0</b>	<b>3,1%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>400,3</b>	<b>810,2</b>	<b>669,7</b>	<b>1042,3</b>	<b>803,1</b>	<b>383,5</b>	<b>958,7</b>	<b>43,2%</b>	<b>150,0%</b>	<b>865,8</b>	<b>10,7%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>10,2%</i>	<i>16,3%</i>	<i>11,8%</i>	<i>16,4%</i>	<i>14,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>15,3%</i>			<i>14,3%</i>	
<b>EBITDA LIFO skor.</b>	<b>547,3</b>	<b>546,4</b>	<b>640,9</b>	<b>858,8</b>	<b>682,1</b>	<b>690,1</b>	<b>925,8</b>	<b>44,5%</b>	<b>34,2%</b>	<b>867,8</b>	<b>6,7%</b>
<i>marża EBITDA LIFO</i>	<i>13,9%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,3%</i>	<i>13,5%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,7%</i>	<i>14,8%</i>			<i>14,3%</i>	
Wydobycie	156,0	194,6	117,4	220,9	265,5	212,8	168,1	43,2%	-21,0%	-	-
Produkcja i handel	382,9	357,3	525,0	635,9	427,2	473,5	750,4	42,9%	58,5%	-	-
w tym: detal	16,4	36,1	56,7	25,3	20,0	42,0	61,3	8,1%	46,0%	-	-
Pozostałe	8,4	-5,5	-1,5	2,0	-10,6	3,8	7,3			-	-
<b>EBIT</b>	<b>137,8</b>	<b>550,6</b>	<b>431,7</b>	<b>734,6</b>	<b>576,5</b>	<b>172,9</b>	<b>756,5</b>	<b>75,2%</b>	<b>337,5%</b>	<b>656,6</b>	<b>15,2%</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>3,5%</i>	<i>11,1%</i>	<i>7,6%</i>	<i>11,5%</i>	<i>10,6%</i>	<i>3,2%</i>	<i>12,1%</i>			<i>10,8%</i>	
<b>Zysk netto</b>	<b>106,0</b>	<b>225,8</b>	<b>379,9</b>	<b>303,5</b>	<b>410,8</b>	<b>157,5</b>	<b>618,8</b>	<b>62,9%</b>	<b>293,0%</b>	<b>481,6</b>	<b>28,5%</b>
<i>marża netto</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,5%</i>	<i>6,7%</i>	<i>4,8%</i>	<i>7,5%</i>	<i>2,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>47,2%</i>	<i>242,3%</i>	<i>7,9%</i>	

### Komentarz do wyników za 2Q'17

Wyniki Grupy Lotos w 3Q' 2017 okazały się bardzo dobrze. Po zeszłotygodniowych rozczarujących wynikach PKN Orlen, rynek z pewnym dystansem podchodził do dzisiejszej publikacji ze strony drugiego polskiego koncernu paliwowego. Wyniki okazały się lepsze od konsensusu rynkowego na wszystkich płaszczyznach. Szczególnie pozytywnie zaskoczył wynik netto, który tak istotnie przekroczył oczekiwania analityków ze względu na wzrost przychodów finansowych z tytułu różnic kursowych. Wynikom spółki istotnie sprzyjało otoczenie makroekonomiczne, które przełożyło się na znaczący wzrost marż rafineryjnych (w przypadku diesla marża była o 13% wyższa niż zakładana na rok 2017).

#### Downstream

Szczególnie dobrze należy ocenić wyniki Grupy w segmencie produkcji i handlu. Wpływ na taką sytuację miały dwa czynniki - wysoki przerób ropy naftowej (2785 tys. ton), z którym powiązany był wysoki wolumen sprzedaży kluczowych produktów (diesel +230 tys. ton q/q, benzyna +50 tys. ton q/q i produkty ciężkie +100 tys. ton q/q). Modelowa marża rafineryjna spółki wyniosła 8,57 USD/bbl, co oznacza wzrost o 2,5 USD/bbl vs. 3Q'16. Na EBITDĘ relatywnie niewielki wpływ miał w 3Q'17 efekt LIFO (12 mln PLN) oraz zdarzenia jednorazowe (-45 mln PLN).

#### Upstream

Wynik w segmencie wydobywczym był rozczarująco niski głównie ze względu na spadek wolumenu wydobycia. Przeciętnie w 3Q'17 wynosił on 21 tys. boe/d. To przełożyło się na niższą sprzedaż na poziomie 1,9 mln boe. Wynik segmentu na poziomie EBITDA wyniósł 168,1 mln PLN (spadek q/q o 21%).

#### Detal

Pozytywnie oceniamy wynik w segmencie detalicznym, który przełożył się na zniwelowane strat osiągniętych w segmencie upstream. Oczyszczona EBITDA wyniosła 61,3 mln PLN (wzrost o 46% q/q).

Dobre wyniki spółki przedstawione w rachunku zysków i strat miały również pozytywne przełożenie na gotówkę. Przepływy operacyjne sięgnęły 1,2 mld PLN, co przy CAPEXie na poziomie 284 mln PLN pozwoliło na ograniczenie długu netto do poziomu 3,3 mln PLN. Wskaźnik dług netto/EBITDA spółki wynosi obecnie 1,1.



# Lotos

## Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

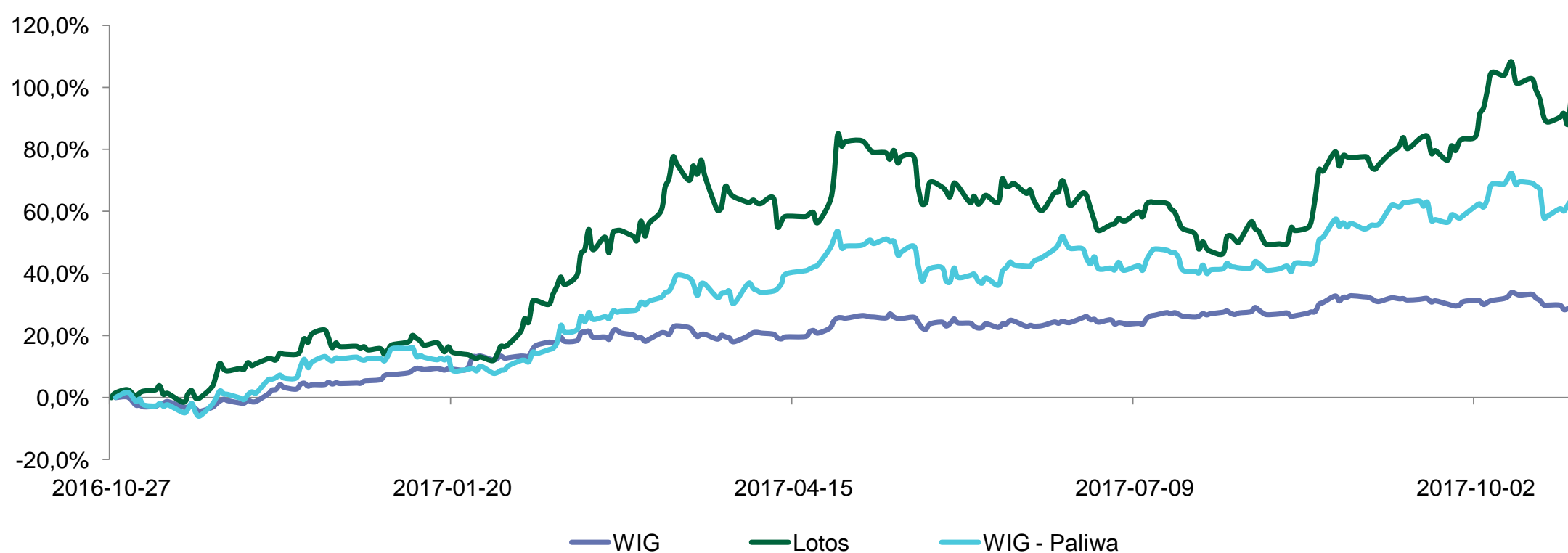
Wyniki spółki oceniamy po raz kolejny pozytywnie. Uważamy, że dzisiejsza reakcja kursu (5,77%) jest uzasadniona. Zwracamy jednak uwagę, iż kurs spółki nie powrócił jeszcze do maksimów z początku października (68,50-69,00 PLN), co implikuje szanse na utrzymanie pozytywnego trendu wzrostowego na kolejnych sesjach.

W minionym kwartale spółce bardzo pozytywnie sprzyjało otoczenie makroekonomiczne, dzięki któremu Grupa Lotos zanotowała bardzo istotny wzrost marż rafineryjnych. To miało istotny wpływ na rekordowe wyniki segmentu downstream. Należy zwrócić uwagę, że sytuacja ta jest w sporej mierze wynikiem jednorazowych zawirowań na rynku ropy naftowej spowodowanych nadzwyczaj intensywnym sezonem huraganów w USA. Co jednak ważniejsze dobrych wyników spodziewał się cały rynek, a mimo to spółka pokazała rezultaty lepsze od konsensusu analityków.

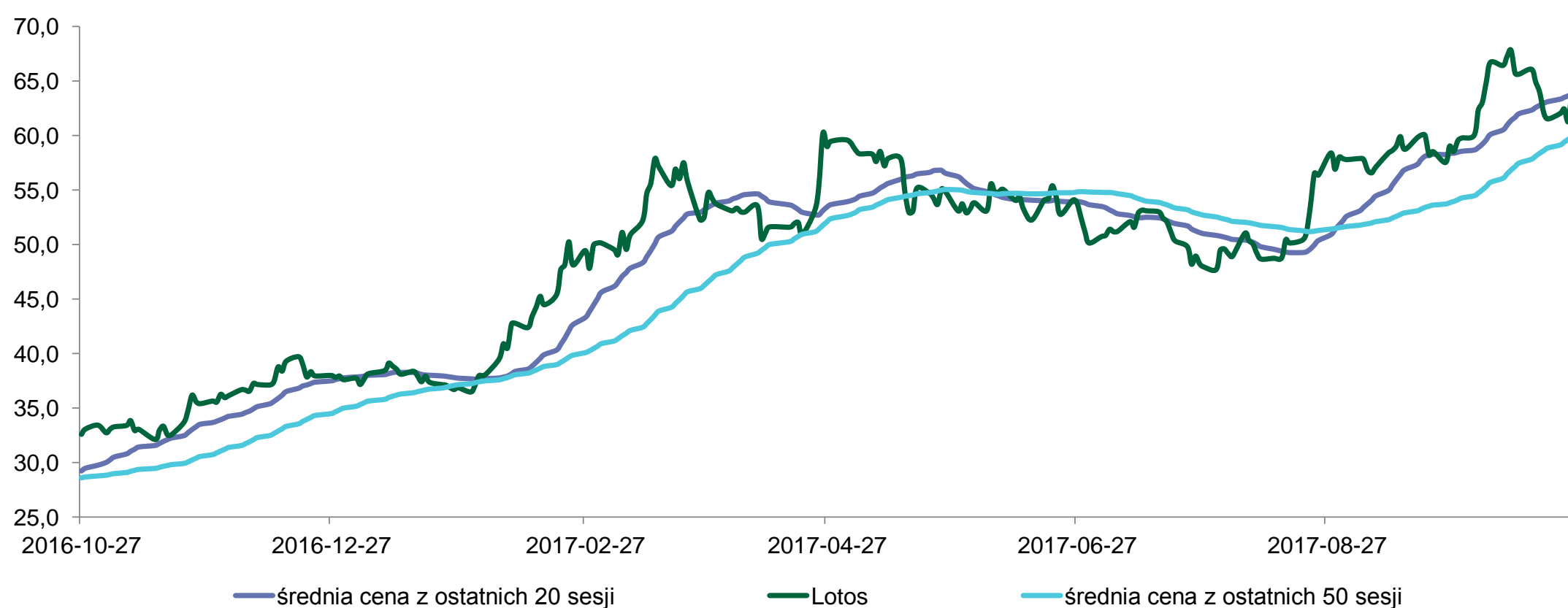
Uważamy, że pozytywny sentyment do spółki może się w najbliższym czasie utrzymać. Zwracamy uwagę na obecną różnicę w odbiorze wyników PKN Orlen i Lotosu, która w obecnych warunkach rynkowych faworyzuje spółkę z Pomorza. Siła relatywna spółki w odniesieniu do głównego konkurenta zwiększyła się do poziomów obserwowanych ostatni raz w czerwcu br. Do tegorocznych szczytów siły Lotosu vs. PKN z marca tego roku jeszcze jednak sporo brakuje, co implikuje potencjał wzrostowy.

Zwracamy również uwagę na pojawiające się w środowisku politycznym komentarze dotyczące możliwego połączenia obu wspomnianych wcześniej spółek. W naszej ocenie temat ten był już na tyle dużo razy poruszany w środowisku gospodarczym, iż bez istotnych deklaracji ze strony przedstawicieli właściwego ministerstwa (Ministerstwa Energii) temat ten nie powinien

## Lotos vs WIG vs WIG - Paliwa



## Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





**Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego**      telefon      adres email

<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	<b>22 507 52 91</b>	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnego**      telefon      adres email

<b>Damian Zemlik</b>	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 566 97 04	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**      telefon      adres email

Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
-----------------	--------------	--

**Internetowe serwisy transakcyjne**

**bmBGZ.net**

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

**IPO.bmBGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty +papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

**Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

**Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

**Sprzedaj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)