

czwartek, 16 lutego 2017 | komentarz specjalny

Wraca pomysł fuzji Orlenu z Lotosem?

PKN Orlen (PKN PW) | rekomendacja: sprzedaj | cena docelowa: 66,13 PLN | cena bieżąca: 96,00 PLN

Lotos (LTS PW) | rekomendacja: redukuje | cena docelowa: 36,27 PLN | cena bieżąca: 47,36 PLN

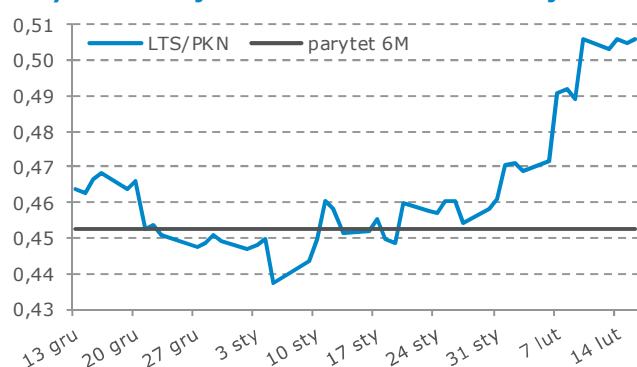
Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Wywiad ministra Henryka Kowalczyka, w którym zasygnalizował on możliwą fuzję Orlenu i Lotosu zelektryzował inwestorów i wpłynął na kursy akcji obydwu spółek. Na razie oczywiście nie zaprezentowano żadnych szczegółów tej koncepcji, ale kontekst wskazuje, iż głównym katalizatorem tego pomysłu jest chęć zwiększenia udziałów Skarbu Państwa w PKN Orlen. W takim wypadku bardziej prawdopodobne jest, że przy ustalaniu parytetu wymiany akcji w ewentualnym wezwaniu na Lotos korzystniej pozycjonowani będą mniejszościowi akcjonariusze Orlenu, gdyż bez ich zgody na WZA (4/5 głosów wymagane do wyłączenia prawa poboru) proces nie dojdzie do skutku. Zwracamy przy tym uwagę na fakt, że obecny parytet PKN i LTS odchyła się od 6-miesięcznej średniej o 10% (LTS relatywnie przewartościowany). Istotnym elementem ewentualnej fuzji byłyby oczywiście potencjalne synergie, które dostrzegamy przede wszystkim w obszarze kosztów ogólnego zarządu i logistyki. Jeśli nie doszłoby do pełnej fuzji obydwu podmiotów, wówczas również można założyć, że większość tych oszczędności byłaby alokowana w spółce przejmującej.

Wywiad Henryka Kowalczyka

W wywiadzie dla TV Republika Henryk Kowalczyk (przewodniczący Stałego Komitetu Rady Ministrów) powiedział, że połączenie Orlenu z Lotosem to dobry pomysł, gdyż dzięki niemu wzrósłby udział Skarbu Państwa w połączonej firmie. Obecnie przy rozproszonym akcjonariacie udział na poziomie 27% w PKN wydaje się bezpieczny, ale w przypadku większej koncentracji sytuacja wyglądałaby już inaczej. Minister powiedział również, że stopniowe przejmowanie to też sposób do podniesienia udziału Skarbu Państwa.

Parytet cen akcji PKN i LTS na tle 6M średniej VWAP



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Możliwe scenariusze

- **Wezwanie Orlenu na akcje Lotosu w zamian za akcje nowej emisji bez prawa poboru (bez pełnej fuzji spółek)** – konieczna zgoda WZA Orlenu przy większości 4/5 głosów, co wymusza ustalenie korzystnego parytetu wymiany akcji z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych Orlenu (Skarb Państwa nawet po uwzględnieniu PERN nie będzie miał wystarczającej większości – na ostatnim WZA, na którym nie było kontrowersyjnych uchwał, udział Skarbu i PERN wyniósł 49% – na WZA zarejestrowano tylko 65% akcji). W efekcie tego na wezwanie odpowiada tylko Skarb Państwa. Jeśli do kalkulacji parytetu przyjmujemy średni kurs spółek z 6-miesięczny ważony wolumenem (było to punktem odniesienia w przypadku łączenia ZA Tarnów z ZA Puławy) to powinien on wynieść 2,2 akcji Lotosu za 1 akcję Orlenu (aktualne kursy akcji wskazują na przewartościowanie Lotosu względem 6-miesięcznego parytetu o około 10%). W takim wypadku udział Państwa w akcjonariacie Orlenu rośnie z 32,4% do 38,8% (po uwzględnieniu akcji PERN). W tym scenariuszu Orlen musiałby ogłosić dodatkowe wezwanie gotówkowe na akcje Lotosu do progu 66%.
- **Wezwanie Orlenu na akcje Lotosu w zamian za akcje nowej emisji bez prawa poboru (pełna fuzja spółek)** – scenariusz zakłada akceptację parytetu wymiany akcji zarówno przez mniejszościowych akcjonariuszy Orlenu jak i Lotosu, co można sobie wyobrazić w kontekście oczekiwanych efektów synergii, których byłiby beneficjentami w nowym połączonym podmiocie. W takim wypadku przy wspomnianym wcześniej parytecie opartym o 6-miesięczny VWAP udział Skarbu Państwa w połączonym podmiocie wynosiłby 35,8%.

Możliwe skutki połączenia

- **Efekty synergii** – oczekujemy, że na poziomie przychodowym efekty synergii byłyby ograniczone z uwagi na efektywny arbitraż na rynku paliw. Głównym źródłem synergii byłaby strona kosztowa, zarówno jeśli chodzi o koszty ogólnego zarządu (łącznie koszty obydwu spółek w tej kategorii w Polsce szacujemy na około 1 mld PLN, tak więc każde 5% cięcia dawałoby 50 mln PLN zysku rocznie), jak i koszty logistyki – spółki nie raportują tych danych, ale roczne przychody Lotos Kolej rzędu 600 mln PLN wskazują na istotny potencjał oszczędności wynikający z podziału geograficznego dostaw do klientów (Orlen korzysta głównie z rurociągów produktowych).
- **Wzrost udziału Skarbu Państwa w Orlenie** lub połączonym podmiocie, co oznaczałoby wzrost ryzyka politycznego, które obecnie w przypadku PKN nie jest naszym zdaniem dyskutowane (projekty inwestycyjne z niską stopą zwrotu, przesuwanie kapitałów zapasowych itp.).

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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 Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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.

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 podstawienia zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeleminowanie 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 konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ippema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Pskom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PBKM, Stelmet, TXM S.A.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu 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 Domu Maklerskiego mBanku.

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 Domu 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.

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.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

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

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

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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