

wtorek, 20 grudnia 2016 | aktualizacja raportu

Spółki paliwowe

Polska, Węgry

Niebezpiecznie wierzyć w to, że coś trwa wiecznie...

Amplitudy wahań pomiędzy krańcowymi fazami cyklu w sektorze paliwowym potrafią być olbrzymie, a ich siła jest wprost proporcjonalna do okresu trwania koniunktury/dekonunktury. Naszym zdaniem tegoroczny dwukrotny wzrost cen ropy to dopiero początek lawiny zmian, jakie czekają branżę w najbliższym czasie. W tym kontekście inwestorzy powinni dokonać przewartościowania ustalonych w ostatnich kilku latach dogmatów oraz przygotować się na duże przetasowania w hierarchii spółek pod względem ich zdolności do generowania FCF i kreowania wartości dla akcjonariuszy. Na pierwszy rzut oka doszło już co prawda do pewnej zmiany pozycjonowania pomiędzy obszarami downstream i upstream, ale w naszej opinii ruchy te były niesymetryczne, a zachowanie poszczególnych subindeksów wskazuje, że rynek wierzy obecnie w średnioterminową koegzystencję wysokich marż na wydobyciu i przerobie ropy. Tymczasem dostrzegamy szereg ryzyk, które nie tylko sugerują normalizację rentowności w rafinerii czy petrochemii w średnim terminie, ale wręcz uprawdopodobniają scenariusz testowania cyklicznych minimów. Mając na uwadze te zagrożenia zalecamy przeważanie spółek z ekspozycją na obszar wydobyczy, a negatywnie podchodzimy do akcji największych beneficjentów „ery” taniej ropy. Wpisują się w to nasze rekomendacje kupuj dla PGNiG i sprzedaj dla PKN Orlen.

Rynek ropy wchodzi w deficyt

Umowa największych producentów w zakresie cięć wydobycia, implikuje deficyt surowca już od stycznia 2017 w skali co najmniej 0,5-1,0 mln boe/d. Rękojmą respektowania wyznaczonych kwot redukcji jest szeroki front wspomnianego porozumienia i trochę sztucznie podwyższona baza odniesienia z ostatnich miesięcy (rekordy produkcji w Arabii Saudyjskiej i Rosji), którą rynek błędnie zinterpretował jako zapowiedź dalszych wzrostów globalnej podaży. W naszej opinii nowy stan nierównowagi może potrwać kilka kwartałów, gdyż nie spodziewamy się szybkiej i masowej reakcji komercyjnych spółek wydobywczych na wyższe ceny surowca. Awersja do ryzyka zarówno po stronie podmiotów z branży (dług netto do EBITDA nadal 2x wyższy niż w roku 2014), jak i instytucji finansujących (fala bankructw na przestrzeni 2 lat sięgnęła zobowiązań na około 70 mld USD) będzie skutecznie blokować lawinowy wzrost liczby aktywnych wiertni, która nadal jest 3x niższa od średniej z okresu koniunktury.

Downstream przed trudną fazą cyklu

Drożejąca ropa jest problemem dla sektora downstream na wielu płaszczyznach, począwszy od efektu elastyczności cenowej popytu (brak spadku cen r/r zredukował dynamikę konsumpcji benzyny w USA z +3% do -1%), poprzez wzrost kosztów zużyć własnych (energetyka zasilana HSFO lub gazem), a na presji na marże detaliczne kończąc. Spadek dostępności ropy ciężkiej będzie ograniczał dyskonto na surowcu, a rekordowy eksport paliw z Chin połączony ze wzrostowym trendem podaży nowych mocy będzie wywierał presję na cracki produktowe. W petrochemii bardzo prawdopodobne jest tąpnięcie rentowności z uwagi na ogromną skalę nowych mocy w poliolefinach uruchamianych w przyszłym roku oraz wzrost kosztów wsadu naftowego. W tym kontekście może dziwić fakt, że od dołka cenowego ropy ze stycznia 2016 indeks europejskich spółek rafineryjnych wzrósł o 28%, a globalnych koncernów petrochemicznych o 33%, podczas gdy podmioty E&P w zależności od ekspozycji geograficznej podrożały w tym czasie o 40%-60% (zintegrowane spółki globalne – shale play).

Spółka	P/E*			EV/EBITDA LIFO*			DYield	
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2017P	2018P
Lotos	8,8	15,8	12,4	5,6	6,9	5,6	0,0%	0,0%
MOL	7,0	14,2	11,9	4,7	5,5	4,4	2,7%	2,9%
PGNiG	13,7	11,4	9,4	5,2	4,5	3,9	4,5%	5,4%
PKN Orlen	8,2	12,8	17,0	5,9	7,5	8,2	2,8%	3,3%

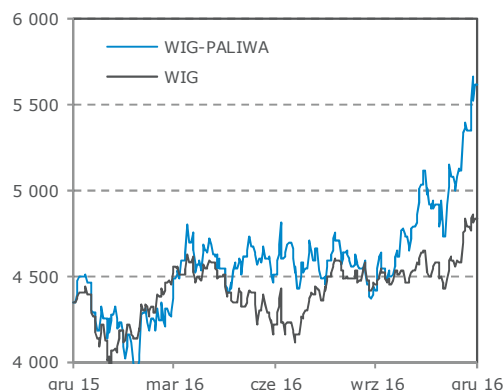
*wskaźniki na podstawie wyników oczyszczonych

WIG-Paliwa	5 702
WIG	51 129
P/E 2017P	13,6x
EV/EBITDA 2017P	6,1x

Strategia dotycząca sektora

Ceny Brent zanotowały minimum tego cyklu w styczniu i od tego czasu wzrosły już ponad dwukrotnie. Perspektywa deficytu surowca w przyszłym roku (dostosowania po stronie podaży ze złożeń niekonwencjonalnych oraz porozumienie OPEC) może utrzymać pozytywny sentyment do sektora wydobywczego (wysoka dźwignia operacyjna dodatkowo wzmocniona przeprowadzonymi w ostatnich latach procesami restrukturyzacji kosztowej, ograniczony apetyt na inwestycje) i wywierać presję na branżę, które dotychczas były głównymi beneficjentami taniej ropy i gazu. Przypominamy, że przecena surowca wspierała zarówno rentowność w rafinerii (zużycia własne, elastyczność cenowa popytu), jak i petrochemii (brak przeniesienia na klientów tańszego wsadu).

Kurs WIG-Paliwa na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Lotos	36,27	26,50	redukuj	trzymaj
MOL (HUF)	18 970	16 593	redukuj	trzymaj
PGNiG	6,52	6,06	kupuj	kupuj
PKN Orlen	66,13	59,00	sprzedaj	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Lotos	40,40	36,27	-10,2%
MOL (HUF)	20 620	18 970	-8,0%
PGNiG	5,30	6,52	+23,0%
PKN Orlen	87,17	66,13	-24,1%

Analityk:

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

wtorek, 20 grudnia 2016 | aktualizacja raportu

Lotos: redukuje (obniżona)

LTS PW; LTSP.WA | Paliwa, Polska

Spadek wyników w 2017 mimo dywersyfikacji

Kurs Lotosu wzrósł YTD o ponad 40%, a pozytywny sentyment wokół spółki budowały zarówno utrzymujące się wysokie marże rafineryjne, rosnące ceny węglowodorów, jak i spekulacje o możliwej konsolidacji z PKN Orlen czy oczekiwania na strategię w kontekście zapowiedzi transferu zysku do akcjonariuszy. Większość tych czynników wzrostu już się naszym zdaniem wyczerpała (pogorszenie makro rafineryjnego, spadek prawdopodobieństwa fuzji, dość lakoniczny komentarz ws. polityki dywidendowej) i jeśli będzie realizował się nasz bazowy scenariusz dla rentowności przerobu, to dynamika wyników Lotosu w kolejnych kwartałach będzie wyraźnie ujemna (EBITDA LIFO -18% w 2017 roku). W naszym modelu w stosunku do poprzedniego raportu uwzględniliśmy lepsze wyniki rafinerii w 2016, część efektów programu oszczędności oraz skorygowaliśmy harmonogram wydobywania. W połączeniu ze znacznie wyższą wyceną porównawczą zaowocowało to wzrostem naszej ceny docelowej do poziomu 36,27 PLN, jednak z uwagi na aktualną wysoką cenę rynkową obniżamy rekomendację z trzymaj do redukuje. Jednocześnie zwracamy uwagę, że relatywnie Lotos wydaje się obecnie ciekawszą pozycją portfelową niż Orlen.

Scenariusz makro a wyniki w 2017-18

W tym roku, podobnie jak w ubiegłym Lotos dzięki wsparciu sprzyjającego otoczenia makro przekroczył próg 2 mld PLN EBITDA LIFO, ale trudno uznać to za referencyjny poziom zysków na lata kolejne. W roku 2017, obok zakładanego przez nas spadku modelowej marży rafineryjnej i dyferencjału (-0,5 mld PLN), obciążeniem dla wyników będzie wyższy koszt gazu w rafinerii (-0,15 mld PLN), koszty cyklicznego remontu (-0,15 mld PLN) oraz brak zysków na transakcjach arbitrażowych na ropie (-50 mln PLN). Będzie to tylko częściowo skompensowane wyższymi cenami węglowodorów w segmencie wydobywczym, gdzie należy też uwzględnić spadek wolumenów. W 2018 roku oczekujemy poprawy wyników z uwagi na uruchomienie instalacji DCU, ale jednocześnie należy zakładać dalszy spadek wydobywania na aktualnych złożach w Norwegii.

Cele strategiczne bardzo wrażliwe na makro

W ogłoszonej strategii Zarząd postawił sobie średnioterminowy cel podwojenia EBITDA, co już samo w sobie wydaje się założeniem ambitnym, nie uwzględniając faktu, że bazą odniesienia są historycznie rekordowe wyniki wypracowane przy dużym wsparciu warunków makro (marże, USD, dyferencjał). Zwracamy uwagę, że dodatkowo spółka założyła korzystną zmianę relacji ON-HSFO w perspektywie 5 lat, która według naszych szacunków poprawia rentowność DCU o ponad 0,4 mld PLN. Pozytywnie oceniamy deklarację obniżenia kosztów o 0,3 mld PLN w perspektywie roku 2019, aczkolwiek naszym zdaniem brakuje szczegółów dotyczących źródeł tych oszczędności, co utrudnia uwzględnienie całej tej kwoty w prognozach EBITDA. Sceptycznie podchodzimy również do deklarowanej skali wzrostu wydobywania wobec perspektywy wyczerpania się obecnie eksploatowanych złóż Sleipner i Heimdal (wyższe wydobywanie oraz wyższe ceny stoją za prognozą potrojenia EBITDA segmentu upstream).

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	28 501,9	22 709,4	20 479,8	25 999,2	31 967,6
EBITDA	-584,1	1 138,0	2 399,4	1 893,7	2 493,8
marża EBITDA	-2,0%	5,0%	11,7%	7,3%	7,8%
EBIT	-1 393,0	423,4	1 384,6	890,9	1 496,7
Zysk netto	-1 466,3	-263,3	723,2	589,8	755,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	-	-	10,3	12,7	9,9
P/CE	-	16,5	4,3	4,7	4,3
P/BV	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	-	11,6	5,4	6,9	5,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	40,40 PLN
Cena docelowa	36,27 PLN
Kapitalizacja	7,47 mld PLN
Free float	3,51 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	23,66 mln PLN

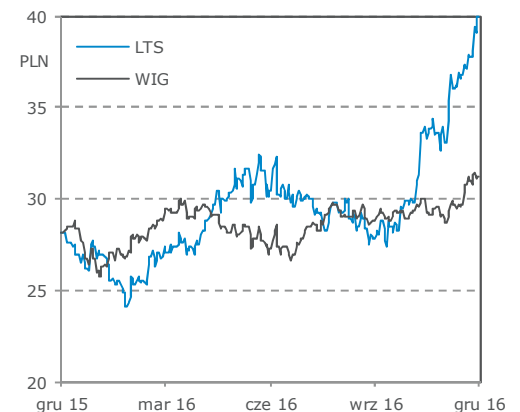
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	53,19%
NN OFE	6,35%
Pozostali	40,46%

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 (480 stacji), a także aktywa wydobywcze na Morzu Bałtyckim (Petrobaltic i litewska Geonafra) oraz na Morzu Norweskim (łącznie zasoby 2P szacowane są na około 60 mln boe). Obecnie koncern realizuje kolejny duży projekt inwestycyjny (DCU) zwiększający głębokość przerobu w rafinerii, którego efekty pojawiają się w roku 2018.

Kurs akcji LTS na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Lotos	36,27	26,50	redukuje	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Lotos	40,40	36,27	-10,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
EBITDA LIFO	+24,8%	+1,8%	+13,1%
Zysk netto	+30,7%	-2,2%	+6,6%

Analityk:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl

wtorek, 20 grudnia 2016 | aktualizacja raportu

MOL: redukuje (obniżona)

MOL HB; MOLB.BU | Paliwa, Węgry

Upstream nie zrekompensuje spadku w rafinerii

Utrzymujące się korzystne marże rafineryjne i petrochem. sprzęgły się w tym roku z odbiciem na rynku węglowodorów, co oczywiście stanowiło idealne otoczenie makro dla profilu biznesowego MOL-a. Kurs akcji został dodatkowo wsparty przez publikację strategii – Zarząd przedstawił nowe cele optymalizacji kosztowej i ambitną ścieżkę wzrostu wyników sieci detalicznej. Ten pozytywny sentyment pozwolił nie tylko na nominalne wzrosty notowań węgierskiego koncernu 20 tys. HUF, ale również na domknięcie utrzymującej się od kilku lat luki na wskaźniku EV/EBITDA (12M forward) względem PKN Orlen. Naszym zdaniem perspektywy na kolejne miesiące wyglądają znacznie mniej obiecująco. Zakładamy co prawda kontynuację wzrostów cen ropy, co dzięki obniżeniu kosztów wydobycia istotnie poprawi wyniki segm. upstream, ale nie wystarczy to do zneutralizowania oczekiwanych przez nas spadków marż modelowych na przerobie ropy. Zwracamy uwagę, że w tym roku udział obszaru downstream w EBITDA Grupy sięga aż 70%, z czego prawie 40% generuje petrochemia, która jest w przypadku MOL-a wyjątkowo wrażliwa na poziom benchmarków rynkowych. W scenariuszu cyklicznego pogorszenia koniunktury w tym segm., inwestorzy mogą dość nerwowo reagować na rozpoczynane przez Spółkę nowe znaczące inwestycje w zwiększenie mocy wytwórczych. W tym kontekście obniżamy naszą rekomendację z trzymaj do redukuje, podnosząc cenę docelową do 18 970 HUF.

Wysoka wrażliwość wyników na scenariusz makro

W naszym bazowym scenariuszu makro rekordowe wyniki MOL-a z tego roku będą trudne do powtórzenia w 2017. Z jednej strony spodziewamy się poprawy rentowności w obszarze wydobycia o około 75 mld HUF (efekt wyższych cen ropy i gazu oraz obniżenia jednostkowych kosztów opex o 13%), ale jednocześnie ucierpią mocno rezultaty w rafinerii (-80 mld HUF z uwagi na niższe cracki i dyferencjał Ural/Brent) i petrochemii (spadek o prawie 90 mld HUF). Rynek nie dostrzega obecnie jak bardzo wrażliwe na warunki makro są niektóre aktywa koncernu. Przypominamy, że instalacje petrochemiczne w 2014 roku przy średnioterminowym poziomie marży wygenerowały zaledwie 39 mld HUF EBITDA, a w latach 2012-13 przy niższych marżach wynik oscylował wokół zera vs. tegoroczne 162 mld HUF. Podobnie sytuacja wygląda z rafineriami INA, które w obecnej hossie rafineryjnej wychodzą na lekki plus (YTD CCS EBITDA 12 mld HUF), podczas gdy w latach 2011-14 generowały średniorocznie -25 mld HUF straty.

Strategia – kierunek petrochemia

Ogłoszona w listopadzie długoterm. strategia nakreśliła główne kierunki rozwoju koncernu do 2030 r. Spółka stawia głównie na segment petrochemiczny, w który chce zainwestować w tej perspektywie 4,5 mld USD. Kierunek wydaje się uzasadniony biorąc pod uwagę perspektywę spadku popytu na paliwa transp. w kontekście oczekiwanego rozwoju pojazdów z napędem elektr. Zwracamy uwagę, że szczyt wydatków na nowe projekty może przypadać na cykliczną dekonunkturę w poliolefinach, co będzie pogarszało percepcję prowadzonych inwestycji (rynek będzie aplikował niskie marże będące do kalkulacji NPV prowadzonych inwestycji).

(mld HUF)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	4 866,6	4 102,6	3 467,8	4 375,6	5 002,4
EBITDA	408,4	647,5	640,0	579,2	640,7
marża EBITDA	8,4%	15,8%	18,5%	13,2%	12,8%
EBIT	40,1	-216,0	347,9	275,3	309,8
Zysk netto	4,1	-256,6	301,7	171,4	202,3
DPS	590,1	485,5	537,0	563,8	592,0
P/E	515,3	-	7,0	12,3	10,4
P/CE	5,6	3,5	3,5	4,4	3,9
P/BV	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	7,6	4,5	4,7	5,2	4,7
DYield	2,9%	2,4%	2,6%	2,7%	2,9%

Cena bieżąca	20 620 HUF
Cena docelowa	18 970 HUF
Kapitalizacja	2 101 mld HUF
Free float	788 mld HUF
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	3,67 mld HUF

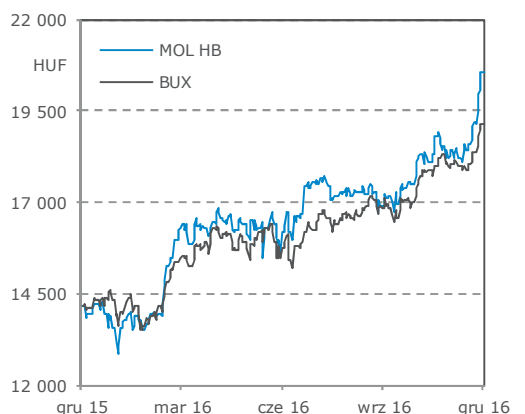
Struktura akcjonariatu

Rząd węgierski	25,2%
Akcje własne (w tym opcje)	22,7%
CEZ	7,5%
Oman Oil	7,1%
Pozostali	37,5%

Profil spółki

Grupa MOL to zintegrowany koncern paliwowy prowadzący międzynarodową działalność wydobywczą z produkcją 110 mboe/d (rezerwy 2P szacowane są na 514 mln boe z czego większość zlokalizowana jest na Węgrzech, Chorwacji, Rosji, Kazachstanie i Wielkiej Brytanii), rafineryjną (4 rafinerie o łącznych mocach przerobowych 21 mln ton i 2 kompleksy petrochemiczne) i detaliczną (ponad 2000 stacji benzynowych w regionie CEE). Spółka jest również właścicielem gazowej infrastruktury przesyłowej na Węgrzech.

Kurs akcji MOL na tle BUX



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
MOL	18 970	16 593	redukuje	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
MOL	20 620	18 970	-8,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
EBITDA LIFO	+14,0%	-10,0%	-5,7%
Zysk netto	+159,8%	+5,1%	+15,2%

Analityk:

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

wtorek, 20 grudnia 2016 | aktualizacja raportu

PGNiG: kupuj (podtrzymana)

PGN PW; PGN.WA | Paliwa, Polska

Segment obrotu może pozytywnie zaskoczyć

W ostatnich tygodniach akcje PGNiG dość dynamicznie odbiły się od tegorocznych minimów, a bezpośrednim katalizatorem okazała się korzystna dla cen ropy decyzja krajów OPEC o redukcji wydobycia. Niemniej jednak Spółka wyraźnie odstaje w tym roku od indeksu notowań węglowodorów, na które ma bezpośrednią ekspozycję w postaci 50% (średnio) udziału segmentu wydobywczego w EBITDA. Odchylenie od porównywalnych europejskich spółek E&P w ujęciu YTD sięga aż 15%, a wskaźnik EV/EBITDA (12M Fwd) liczony na bazie zaniżonego naszym zdaniem konsensusu odbiega od 5-letniej średniej o około 13%. Negatywny sentyment do PGNiG to z jednej strony efekt dyskontowania obiektywnego ryzyka toksycznych dla akcjonariuszy mniejszościowych projektów realizowanych z inicjatywy ministerstwa energii (jak zapowiedź konwersji kapitałów skutkującej wysokim podatkiem), ale z drugiej strony także pochodna błędnego w naszej opinii postrzegania wrażliwości wyników Spółki na ceny ropy i kurs USD/PLN w segmencie obrotu. Zwracamy uwagę, że już od sierpnia 2017 rynek gazu będzie uwolniony dla odbiorców komercyjnych, a już teraz około 40% sprzedaży jest indeksowana do rynkowych formuł, wynegocjowanych w umowach bilateralnych z największymi klientami. Ostatnie decyzje URE również wskazują na kontynuację łagodniejszej polityki Regulatora, a zmiany legislacyjne poprawiają pozycję konkurencyjną koncernu (socjalizacja kosztów regazyfikacji LNG, powszechny obowiązek utrzymania zapasów). W tym kontekście utrzymujemy rekomendację kupuj, podnosząc cenę docelową do 6,52 PLN. W przyszłym roku oczekujemy wzrostu EBITDA do 6,7 mld PLN (+15% r/r), a nasze prognozy na lata 2017-18 plasują się średnio 10% powyżej konsensusu.

Poprawa wyników w 2017

W przyszłym roku EBITDA powinna być wyższa nie tylko w ujęciu nominalnym (+15%), ale również na bazie zysków oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe (+6%). Głównym motorem wzrostów powinien być segment wydobywczy (+1 mld PLN), który skompensuje spadek zysków regulowanych w dystrybucji (-0,35 mld PLN z uwagi na urealnienie „przetartowanej” taryfy) i niższą marżę w segmencie obrotu. Szansą na pozytywne zaskoczenia jest kontynuacja restrukturyzacji w spółkach serwisowych (spadek zatrudnienia w tym roku powinien sięgnąć w segmencie 1000 osób) oraz konsolidacja aktywów JSW w obszarze ciepła.

Strukturalne ryzyka w segmencie obrotu coraz mniejsze

Historyczna wrażliwość rentowności obrotu na rosnące ceny ropy i kurs dolara nie jest już naszym zdaniem aktualna z uwagi na perspektywę deregulacji, urynkwienie części umów z dużymi klientami oraz korzystne zmiany legislacyjne. Zaaplikowanie średniej rentowności z sektora energetycznego, który przeszedł już drogę liberalizacji, implikowałoby EBITDA segmentu nawet powyżej 0,7 mld PLN, a dodatkowym źródłem zaskoczenia może być wynik arbitrażu z Gazpromem spodziewany w 1H'17 (według naszych szacunków kompensata może wynieść 0,6-0,7 mld USD).

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	34 304,0	36 464,0	32 193,5	34 989,3	38 318,8
EBITDA	6 345,0	6 080,0	5 834,9	6 694,9	7 489,6
marża EBITDA	18,5%	16,7%	18,1%	19,1%	19,5%
EBIT	3 843,0	3 290,0	3 205,1	4 057,2	4 854,4
Zysk netto	2 823,0	2 134,0	2 238,7	2 691,6	3 258,0
DPS	0,15	0,20	0,18	0,24	0,28
P/E	11,1	14,7	13,7	11,4	9,4
P/CE	5,9	6,4	6,3	5,7	5,2
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,4	5,2	5,2	4,5	3,9
DYield	2,8%	3,8%	3,4%	4,5%	5,4%

Cena bieżąca	5,30 PLN
Cena docelowa	6,52 PLN
Kapitalizacja	30,63 mld PLN
Free float	8,61 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	45,37 mln PLN

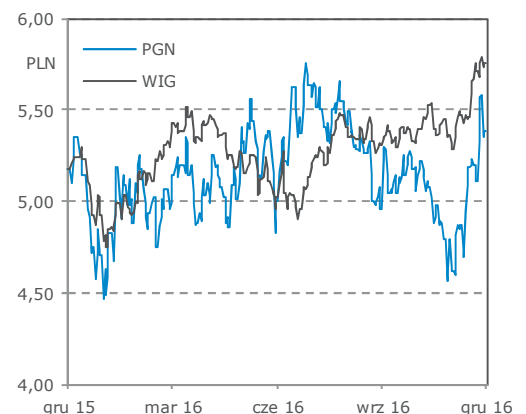
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	71,88%
Pozostali	28,12%

Profil spółki

PGNiG jest największą w Polsce spółką w sektorze gazu ziemnego o rocznej sprzedaży rzędu 14 mld m³ gazu. Koncern wydobywa rocznie 4,5 mld m³ gazu i 1,3 mln ton ropy naftowej rocznie (w tym zagraniczne projekty E&P, z których najważniejszy jest ten na szelfie norweskim). Ważnym segmentem działalności jest także dystrybucja gazu w oparciu o własną infrastrukturę. PGNiG jest również obecny w obszarze wytwarzania energii i ciepła.

Kurs akcji PGNiG na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PGNiG	6,52	6,06	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PGNiG	5,30	6,52	+23,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
EBITDA	+2,9%	+8,5%	+9,0%
Zysk netto	+3,8%	+11,7%	+13,3%

Analityk:

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

wtorek, 20 grudnia 2016 | aktualizacja raportu

PKN Orlen: sprzedaż (obniżona)

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Po latach tłustych, przyjdą chude

Kurs Orlenu wyznacza nowe maksima, a od dołka cenowego ropy wzrósł już o ponad 30%, co jest dużym zaskoczeniem biorąc pod uwagę fakt, że praktycznie we wszystkich kluczowych obszarach działalności rentowność koncernu jest odwrotnie skorelowana z ceną surowca. W kontekście stawianej przez nas tezy o zmianie fazy cyklu w obszarze downstream podkreślamy, że tegoroczne zyski na poziomie 8 mld PLN skor. EBITDA LIFO istotnie odbiegają od znormalizowanej średniej z ostatnich lat, a Spółka ma w swojej strukturze aktywa o bardzo wysokiej wrażliwości na parametry makro. Wyższe od oczekiwań prognozy capex przedstawione w strategii przy utrzymaniu rekordowych zysków oczywiście nie generują ryzyka dla dywidendy, ale w naszym scenariuszu wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy (ceny ropy) i pogorszenia marż modelowych już może to stanowić problem. Nadal uważamy również, że w przeciwieństwie do pozostałych spółek z sektora kontrolowanych przez resort energii, w Orlenie rynek nie przykłada żadnego dyskonta na poczet ryzyka politycznego. W perspektywie najbliższego roku zbiór potencjalnych negatywnych zaskoczeń znacząco przykrywa pole do pozytywnych niespodzianek i dlatego rekomendujemy sprzedaż akcji PKN Orlen (poprzednio redukuj) z ceną docelową 66,13 PLN (poprzednio 59,00 PLN).

Presja na wyniki już w 2017

Na przestrzeni ostatnich 6 miesięcy konsensus EBITDA na przyszły rok podniósł się o około 10% podczas gdy w tym samym czasie obserwowaliśmy osłabienie marż modelowych w petrochemii i wzrost cen ropy. Pozytywnym aspektem był co prawda kurs USD/PLN, ale zwracamy uwagę, że ostatnie jego wzrosty zaczynają już ciążyć sektorowi (elastyczność cenowa popytu, problem z przenoszeniem marż na klienta końcowego). W naszej opinii, mimo powrotu pełnej dyspozycyjności instalacji Unipetrolu skor. EBITDA LIFO spadnie do 6,25 mld PLN, co będzie pochodną ubytku marży rafineryjnej wraz z dyferencjałem rzędu 1,7 mld PLN, wzrostu kosztów gazu o 0,2 mld PLN i załamania spreadów w petrochemii (-0,5 mld PLN). Zwracamy uwagę, że w Grupie są aktywa szczególnie wrażliwe na otoczenie makro, jak Możejki (w ostatnich 2 latach średni kwartalny wynik EBITDA 0,26 mld PLN, a w okresach dekonjunktury tylko break even) czy Unipetrol (petrochemia generująca przed pożarem 0,3 mld PLN kwartalnie, jeszcze 2 lata temu generowała zaledwie 0,1 mld PLN).

Strategia – na razie wyższy capex nie straszy

W opublikowanej strategii Spółka szacuje wzrost EBITDA LIFO z tegorocznych bliskich rekordom poziomów o dalsze kilkadziesiąt mln PLN. Jest to całkiem realne, ale pod warunkiem utrzymania korzystnego otoczenia makro, co akurat biorąc pod uwagę fazę cyklu w sektorze wydaje się optymistyczne. W tym kontekście większą uwagę rynek powinien skupić na zapowiadanych wyższych wydatkach inwestycyjnych (rocznie 2 mld PLN odchylenia od konsensusu), które mogą odcisnąć się negatywnie na FCF w sytuacji pogorszenia marż modelowych i dalszego wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy, szacujemy je w 2017 roku na 1,5 mld PLN.

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	106 832,0	88 336,0	78 822,6	112 653,8	130 158,5
EBITDA	-2 720,0	6 235,0	8 554,8	6 947,7	6 722,5
marża EBITDA	-2,5%	7,1%	10,9%	6,2%	5,2%
EBIT	-4 711,0	4 340,0	6 478,0	4 505,9	3 769,5
Zysk netto	-5 811,0	2 837,0	4 453,2	3 468,3	2 709,9
DPS	1,44	1,65	2,00	2,40	2,88
P/E	-	13,1	8,4	10,7	13,8
P/CE	-	7,9	5,7	6,3	6,6
P/BV	2,0	1,7	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA	-	7,4	5,3	6,7	7,5
DYield	1,7%	1,9%	2,3%	2,8%	3,3%

Cena bieżąca	87,17 PLN
Cena docelowa	66,13 PLN
Kapitalizacja	37,28 mld PLN
Free float	27,02 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	168,16 mln PLN

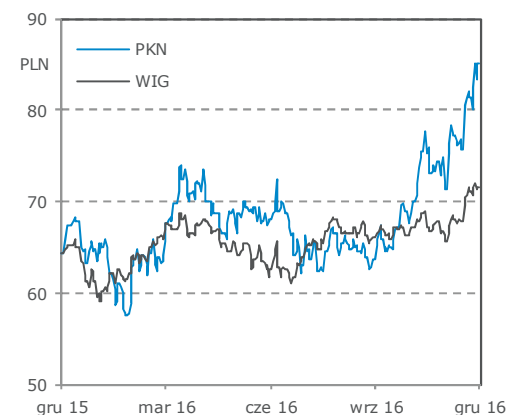
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	27,52%
NN OFE	9,30%
AVIVA OFE	7,31%
Pozostali	55,87%

Profil spółki

PKN Orlen jest największą spółką rafineryjną w regionie, posiadającą 30 mln ton mocy głębokiego przerobu ropy naftowej rocznie. Ponadto poprzez spółki zależne, PKN Orlen jest aktywny w segmencie chemicznym (Anwil) i petrochemicznym. W 2005 roku PKN Orlen przejął czeską grupę Unipetrol, a w 2006 sfinalizował transakcję nabycia Mazeikiu Nafta na Litwie. W ostatnich latach Spółka zbudowała także portfel aktywów wydobywczych (głównie w Kanadzie) z zasobami rzędu 97 mln boe.

Kurs akcji PKN Orlen na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKN Orlen	66,13	59,00	sprzedaż	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	87,17	66,13	-23,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
EBITDA LIFO	+7,3%	-0,6%	-0,8%
Zysk netto	+17,3%	+5,5%	-3,1%

Analityk:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl

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 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:

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. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego 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. 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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania 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.

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 opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółki PKN Orlen.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi od spółki PGNiG.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 grudnia 2016 o godzinie 08:35.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 grudnia 2016 o godzinie 08:35.

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., 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 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.

Rekomendacje dotyczące spółki Lotos wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2016-04-19	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	28,09	25,63
WIG w dniu rekomendacji	48 195,06	44 294,89

Rekomendacje dotyczące spółki MOL wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2016-04-19	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	16420,00	220,50	198,00
WIG w dniu rekomendacji	48 195,06	47 790,29	44 294,89

Rekomendacje dotyczące spółki PGNiG wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2016-12-06	2016-07-27	2016-06-02	2016-05-06	2016-04-19	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,20	5,50	5,13	4,92	5,10	5,04
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	46 905,60	44 700,67	46 430,16	48 195,06	44 294,89

Rekomendacje dotyczące spółki PKN Orlen wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	redukuj	redukuj	trzymaj
data wydania	2016-04-19	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	71,18	64,73	61,43
WIG w dniu rekomendacji	48 195,06	46 448,27	44 294,89

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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
piotr.gawron@mbank.pl

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
wojciech.wysocki@mbank.pl

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