

czwartek, 15 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Spółki paliwowe

Polska, Węgry

Downstream zaczyna beseć, choć powoli i „niechętnie”

Ostatnia przecena ropy, kalkulacje IMO, czy problemy logistyczne na Renie podbijające krótkoterminowe marże na dieslu czy poliolefinach to w naszej opinii czynniki, które tylko chwilowo podtrzymują nadzieje na utrzymanie otoczenia ponadprzeciętnych marż w sektorze downstream. Perspektywa cyklicznego wzrostu mocy wytwórczych, utrata przewag kosztowych (Brent/WTI, nafta-etan, gaz) oraz słabnąca wyraźnie strona popytowa stopniowo wywierają i będą wywierać coraz większą presję na rentowność przerobu. W takim scenariuszu utrzymujemy rekomendację unikania akcji Lotosu i Orlenu (notowanych z 30% premią do spółek porównywalnych) oraz utrzymania ekspozycji na obszar wydobywczy za pośrednictwem MOL-a i PGNiG (aktualizacja prognoz i wyceny dla tego koncernu w ostatnim raporcie miesięcznym).

Ropa złapała zadyszkę, ale raczej chwilową

Wolniejszy ubytek eksportu z Iranu, przy zwiększeniu produkcji z innych krajów OPEC i Rosji zaowocował zwiększeniem globalnej podaży o 2 mln boe/d na przestrzeni ostatnich 6M, która wraz z bardziej agresywnymi prognozami produkcji w USA i powoli rosnącym poziomem capex w sektorze E&P, rodzi uzasadnione obawy o wzrost globalnych zapasów (nadwyżka 2019 na poziomie 0,9% konsumpcji). Rekordowo niski poziom „spare capacity” (bufor bezpieczeństwa na wypadek nieoczekiwanych problemów produkcyjnych w Libii czy Nigerii) oraz dawno nie notowana skala sceptycyzmu na pozycjach spekulacyjnych (liczba pozytywnych zakładów najniższa od 15 miesięcy), sugerują jednak umiarkowany optymizm, szczególnie w kontekście grudniowego szczytu OPEC i ostatnich zapowiedzi Arabii Saudyjskiej na temat ograniczenia eksportu o 0,5 mln boe/d.

Ponure perspektywy dla rafinerii mimo chwilowego odbicia

W naszej opinii nadzieje na utrzymanie korzystnych marż rafineryjnych, jakie odżyły wraz z przeceną na ropie i rekordowymi odczytami cracków dieslowych (efekt krótkoterminowych zaburzeń logistyki na Renie), okazały się płonne. Głównym problemem pozostaje bowiem perspektywa przyrostu mocy (ponad 7 mln boe/d do 2022 roku), która przy słabnącej dynamice popytu (w ujęciu YTD spadło zapotrzebowanie na diesla w Europie i Chinach oraz na benzynę w USA) oraz relatywnie wysokich zapasach paliw będzie obniżać poziom wykorzystania mocy wytwórczych, historycznie mocno skorelowany z rentownością sektora. Dodatkowo Europie nie pomaga bardzo wysoki spread Brent/WTI, oczekiwany wzrost eksportu z Chin oraz wyższe w stosunku do USA koszty gazu. Nie bez znaczenia dla całego sektora są też wysokie notowania CO₂. W takim otoczeniu kwestia IMO będzie miała drugorzędne znaczenie, szczególnie że jej wpływ nawet jeśli pozytywny to będzie krótkotrwały.

Petrochemia już weszła w spadkową fazę cyklu

Marże petrochemiczne od początku roku spadły średnio o 20%, a słabość rozlewa się dość szeroko po kategoriach produktowych (w tym butadien czy aromaty), choć najbardziej dotyka segmentu olefin. Głównymi katalizatorami są: 1) rekordowa skala uruchomień nowych mocy rzędu 35 mln ton, a w agresywnym scenariuszu nawet 50 mln ton w perspektywie 2023 roku (USA, Bliski Wschód, Chiny, Indie); 2) spowolnienie wzrostu popytu związane z elastycznością cenową i osłabieniem walut krajów EM (dodatkowo zadyszka w przemyśle samochodowym); 3) wojna celna USA-Chiny (presja na rynku europejskim już odczuwalna ze 2x wzrostem importu polietylenu z USA w okresie VI-VIII); 4) rosnące ceny gazu (nawozy); 5) zawężenie przewagi nafta-etan (po przecenie etanu z wrześniowych szczytów).

Spółka	P/E			EV/EBITDA LIFO*			DYield	
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2019P	2020P
Lotos	7,4	13,2	11,6	5,3	6,7	5,4	4,1%	2,3%
MOL	8,4	10,9	9,7	4,1	4,4	4,1	3,3%	3,5%
PKN Orlen	7,3	14,9	12,9	6,0	7,4	6,2	3,1%	3,1%

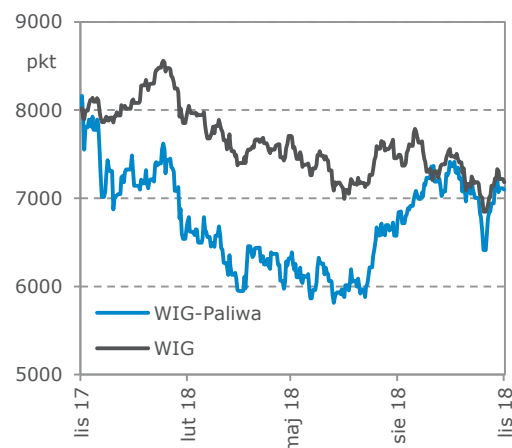
*wskaźniki na podstawie wyników oczyszczonych

WIG-Paliwa	7 170
WIG	56 865
P/E 2018P	7,8x
EV/EBITDA 2018P	5,1x

Strategia dotycząca sektora

Ceny ropy Brent spadły w okolice 70 USD/Bbl na fali obaw o globalną nadpodaż i aktualnie rynek czeka z niepokojem na grudniową decyzję OPEC. Oczekujemy, że ostatecznie ceny surowca ustabilizują się powyżej 70 USD/Bbl, co wesprze również notowania gazu, napędzane dodatkowo hossa na uprawnieniach CO₂. W tym otoczeniu utrzymujemy pozytywne nastawienia do sektora wydobywczego. Jednocześnie oczekujemy coraz większej presji na rentowność w obszarze rafineryjnym i petrochemicznym, które były w ostatnich latach głównymi beneficjentami taniego wsadu. Dodatkowo oczekujemy przyrostu nowych mocy wytwórczych w tych segmentach, które będą pochodną zwiększonych nakładów inwestycyjnych z czasów kończącej się hossy w sektorze downstream.

Kurs WIG-Paliwa na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Lotos	59,84	57,21	sprzedaj	sprzedaj
MOL (HUF)	3 280	3 296	akumuluj	akumuluj
PKN Orlen	81,52	81,38	sprzedaj	redukuj

Spółka	Cena	Cena	Potencjał
Lotos	73,50	59,84	-18,6%
MOL (HUF)	3 088	3 280	+6,2%
PKN Orlen	97,80	81,52	-16,6%

Analityk:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 księgową
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 księgową) – 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. 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. 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 rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek Lotos i PKN Orlen. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi od spółki Lotos, PKN Orlen.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 15 listopada 2018 o godzinie 08:40. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 15 listopada 2018 o godzinie 08:40.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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.

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 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.

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 Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.



Rekomendacje dotyczące spółki Lotos wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-29
cena docelowa (PLN)	57,21	52,51	52,51	52,81	51,73	51,08	52,67	51,53	51,53
kurs z dnia rekomendacji	69,90	65,86	54,50	55,62	54,60	56,30	57,78	58,48	61,66

Rekomendacje dotyczące spółki MOL wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-05	2018-09-03	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29
cena docelowa (HUF)	3296,00	3296,00	2995,00	2954,00	2898,00	3027,00	3152,00	3104,00
kurs z dnia rekomendacji	3 006,00	2 870,00	2 654,00	2 790,00	2 864,00	2 718,00	3 080,00	3 121,00

Rekomendacje dotyczące spółki PKN Orlen wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29
cena docelowa (PLN)	81,38	81,38	76,84	76,84	76,73	76,89	80,55	82,84	81,80
kurs z dnia rekomendacji	93,50	98,24	93,06	82,50	82,30	89,52	95,20	107,90	121,60

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Aleksandra Szklarczyk
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Mikołaj Lemańczyk
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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