

czwartek, 1 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

## PKN Orlen: trzymaj (podwyższona)

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

### Zanim będzie gorzej, będzie lepiej

Od długiego czasu upieramy się przy naszym scenariuszu cyklicznego pogorszenia otoczenia makro w segmencie rafinerijno-petrochemicznym, ale póki co realizuje się on wolniej niż zakładaliśmy. Kolejny raz jesteśmy zmuszeni do rewizji naszych krótkoterminowych założeń (wyłączenie dużej rafinerii w USA, niższe ceny ropy, lepsze odczyty w petrochemii YTD, rekordowo niskie ceny gazu), a co za tym idzie do podwyższenia prognoz wyników dla PKN Orlen, szczególnie że Spółka w 2Q dodatkowo zaskoczyła pozytywnym odchyleniem od benchmarku (struktura uzysków i zyski na przerobie tańszych warstw zapasów obowiązkowych). W efekcie podnosimy naszą wycenę z 80,01 PLN do 92,82 PLN i podnosimy rekomendację ze sprzedaj do trzymaj. Wydaje się, że w perspektywie najbliższych miesięcy może brakować negatywnych katalizatorów dla kursu, szczególnie biorąc pod uwagę wysokie odczyty marży rafinerijnej QTD, ryzyko powtórzenia problemów logistycznych na Renie, utrzymującą się siłę zakupową konsumenta (zaskakująco wysokie marże detaliczne), brak odbicia cen gazu i zapowiedziane przez spółkę wysokie poziomy przerobu w bieżącym kwartale. W dłuższym terminie nadal wskazujemy jednak na kilka czynników, które powinny zniechęcać do agresywniejszych zakupów akcji Orleu: nieuchronny wzrost globalnych mocy wytwórczych, plany istotnego zwiększenia capex (na razie z uwagi na brak konkretów nie uwzględniamy tego w modelu) czy kosztowne przejście Lotosu na szczycie cyklu.

### Dobre perspektywy na 3Q

Modelowa marża rafinerijna Orleu wraz z dyferencjałem od początku kwartału wynosi póki co ponad 9 USD/Bbl wobec 7,6 USD/Bbl w 3Q'18, przy bardziej sprzyjającym kursie USD/PLN (+10gr). Spółka zapowiedziała też rekordowy poziom przerobu rządu 9 mln ton, co wraz z wyższymi premiami łądowymi, zapowiada bardzo dobry kwartał w tym obszarze, szczególnie po pozytywnym zaskoczeniu w 2Q i wciąż niskich cenach gazu ziemnego. Wbrew naszym oczekiwaniom nie spadają też marże paliwowe na stacjach benzynowych, co jest zapewne odzwierciedleniem siły zakupowej konsumenta. Odczyty czerwcowe podawane przez POPIHN sugerują, że baza 3Q'18 w tym wypadku wcale nie musi okazać się wymagająca. W tym kontekście, mimo pogarszających się marż w petrochemii, EBITDA LIFO w 3Q'19 może znacznie przekroczyć 3 mld PLN. Dodatkowo sentyment do sektora może podgrzewać sytuacja logistyczna na Renie, którego poziomy niebezpiecznie przypominają 2H'2018.

### Ryzyka długoterminowe jednak nie znikają

Wciąż bardzo sprzyjające otoczenie makro nie powinno jednak w naszej opinii całkowicie przysłaniać wyzwań jakie czyhają na Spółkę w średnim terminie. Nadwyżka mocy przerobowych, zarówno w petrochemii jak i rafinerii, będzie z pewnością wywierać coraz mocniejszą presję na sektor, a tymczasem w tych okolicznościach Orlen deklaruje rozpoczęcie nowych znaczących inwestycji, nie wspominając o kosztownym przejściu Lotosu. Na razie z uwagi na brak konkretów nie uwzględniamy tych dodatkowych nakładów w modelu, ale mogą one wynosić nawet kilka mld PLN rocznie.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	95 364,0	109 706,0	105 332,7	106 606,0	113 873,6
EBITDA	11 078,0	9 776,0	9 077,3	8 319,4	8 407,7
marża EBITDA	11,6%	8,9%	8,6%	7,8%	7,4%
EBIT	8 657,0	7 103,0	5 637,8	4 812,2	4 868,7
Zysk netto	6 655,0	5 463,0	4 497,1	3 819,9	3 747,2
P/E	6,3	7,6	9,3	10,9	11,1
P/CE	4,6	5,1	5,2	5,7	5,7
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,1	4,8	5,4	5,8	5,6
DPS	3,00	3,00	3,50	3,00	3,00
DYield	3,1%	3,1%	3,6%	3,1%	3,1%

Cena bieżąca	97,36 PLN
Cena docelowa	92,82 PLN
Kapitalizacja	41,5 mld PLN
Free float	28,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	162,8 mln PLN

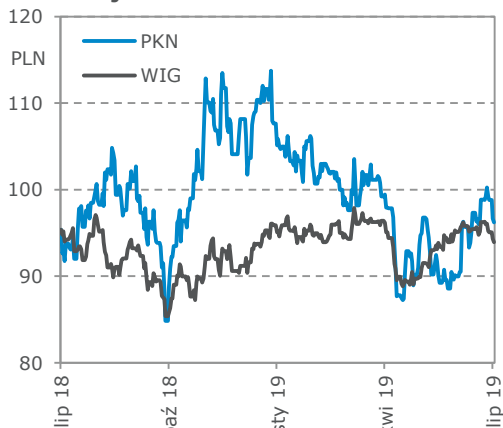
### Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	27,52%
NN OFE	7,61%
AVIVA OFE	6,42%
PERN	4,90%
Pozostali	53,55%

### Profil spółki

PKN Orlen jest największą spółką rafinerijną w regionie, posiadającą 33 mln ton mocy głębokiego przerobu ropy naftowej rocznie oraz sieć ponad 2700 stacji benzynowych. Ponadto Spółka jest aktywna w segmencie chemicznym (nawozy) i petrochemicznym (w tym JV z LyondellBasell). W 2005 roku PKN przejął czeską grupę Unipetrol, a w 2006 sfinalizował transakcję nabycia Mazeikiu Nafta na Litwie. W ostatnich latach PKN zbudował także portfel aktywów wydobywczych (głównie w Kanadzie) z zasobami rządu 114 mln boe.

### Kurs akcji PKN na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKN Orlen	92,82	80,01	trzymaj	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKN Orlen	97,36	92,82	-4,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO	+24,1%	+5,0%	-1,2%
Zysk netto	+25,4%	+19,0%	+7,9%
Marża+U/B (USD/Bbl)	+18,8%	+9,1%	+0,0%
Marża petchem (USD/t)	+5,7%	+1,3%	-0,2%
USD/PLN	+0,0%	+0,0%	+0,0%

### Analitik:

Kamil Kliszcz  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@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 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której 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](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 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 przedstawieniem 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 przedstawionych 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 lub 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.

Investowanie 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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 1 sierpnia 2019 o godzinie 08:28. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 sierpnia 2019 o godzinie 08:28.

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.

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](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 PKN Orlen wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-15	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	80,01	79,39	81,22	83,43	81,52	81,38	81,38	76,84
kurs z dnia rekomendacji	96,78	99,94	101,50	104,70	97,80	93,50	98,24	93,06

## 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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniąkowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)