



Biuro maklerskie

mBank.pl

poniedziałek, 3 lutego 2020 | aktualizacja raportu

PKN Orlen: redukuje (obniżona)

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Szeroki front inwestycyjny vs słabnące makro

W listopadowym raporcie zwracaliśmy uwagę na alarmujące odczyty marż modelowych w obszarze downstream, zwiastujące cykliczne pogorszenie warunków makro. Obecnie większość kluczowych benchmarków ubija dno i jesteśmy zmuszeni do negatywnej rewizji naszych i tak już konserwatywnych założeń. Uwzględniając nowe niższe o 7% prognozy EBITDA, wyższy capex odtworzeniowy (zapowiedziany przez Spółkę dodatkowo 1 mld PLN w 2020 r.) oraz przecenę spółek porównywalnych, korygujemy wycenę do 68,03 PLN i ponownie obniżamy rekomendację do redukcji. Naszym zdaniem konsensus EBITDA LIFO dla Orlenu na obecny rok może być przeszacowany o co najmniej 15%, szczególnie że Spółka zaskoczyła negatywnie wynikami 4Q praktycznie na wszystkich segmentach. Coraz bardziej widoczna presja na rentowność w połączeniu z komunikowaną przez Zarząd ekspansją inwestycyjną (wzrost organicznych wydatków o co najmniej 2 mld PLN rocznie) będą naszym zdaniem nadal pogarszać sentyment i prowadzić do degradacji mnożników wyceny. Dość ostrożnie podchodzimy także do zainicjowanych akwizycji: w przypadku Lotosu ryzykiem jest wycena, natomiast w przypadku Energi obawiamy się o inkorporację strukturalnego „dyskonta” polskiego sektora energetycznego, tym bardziej że jako udziałowcy PGG trudno będzie Orlenowi zdystansować się od profilu węglowego. Niezależnie od tych wątpliwości pozostaje jeszcze kwestia skokowego wzrostu długu.

Trendy makro alarmujące...

Ostatnie tygodnie przynoszą tylko pogłębienie negatywnych tendencji z końcówki 2019 roku. W rafinerii presja podażowa z nowych dużych zakładów sprzęgła się z osłabieniem globalnego popytu na średnie destylaty (pogoda, koronawirus, gaz) i spadkiem zapotrzebowania na benzynę w USA. Dodatkowo efekt IMO objawił się tylko po stronie negatywnej (załamanie cracków na HSFO), a popyt na paliwo bunkrowe w dużym stopniu jest zaspokajany przez blendowanie. W petrochemii po załamaniu w 4Q'19 marże utrzymują się blisko minimów z lat 2012-13, co jest efektem rosnącej podaży i konwergencji cen do benchmarków z USA i Azji (utrata przewagi crackerów naftowych nad etanowymi).

... tymczasem inwestycje się rozpędzają

W ostatnich 5 latach średnioroczny capex nie przekraczał 4,2 mld PLN, co przy rekordowych wynikach implikowało FCF rzędu 3 mld PLN rocznie. Wszystko wskazuje na to, że ten obraz zmieni się w najbliższych latach o 180 stopni. Przy ryzyku znacznego cyklicznego pogorszenia wyników Zarząd rozpoczyna ofensywę inwestycyjną zarówno jeśli chodzi o wydatki organiczne jak i przejęcia. W naszym modelu zakładamy, że capex w okresie 2020-23 będzie sięgał 6 mld PLN średniorocznie (uwzględniamy tylko projekty już sparymetryzowane, a prognozy Spółki są bardziej ambitne), co implikuje FCF poniżej 0,9 mld PLN (<2%). Jeśli uzupełnimy to o potencjalne wydatki na Lotos i Enerę to już ten rok Grupa zakończy z DN/EBITDA blisko 2,0x. W takim scenariuszu premia za finansową elastyczność może być w dość krótkim czasie skonwertowana w dyskonto za ryzyko napiętego bilansu.

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	95 364,0	109 706,0	111 203,0	107 103,8	111 400,6
EBITDA	11 078,0	9 888,0	9 068,0	7 579,4	7 703,7
marża EBITDA	11,6%	9,0%	8,2%	7,1%	6,9%
EBIT	8 657,0	7 215,0	5 562,0	3 828,4	3 749,2
Zysk netto	6 655,0	5 556,0	4 489,0	2 905,7	2 822,7
P/E	4,9	5,8	7,2	11,1	11,5
P/CE	3,6	3,9	4,0	4,9	4,8
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	3,3	3,8	4,3	5,2	5,3
DPS	3,00	3,00	3,50	3,50	3,50
DYield	4,0%	4,0%	4,6%	4,6%	4,6%

Cena bieżąca	75,66 PLN
Cena docelowa	68,03 PLN
Kapitalizacja	32,36 mld PLN
Free float	21,87 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	171,8 mln PLN

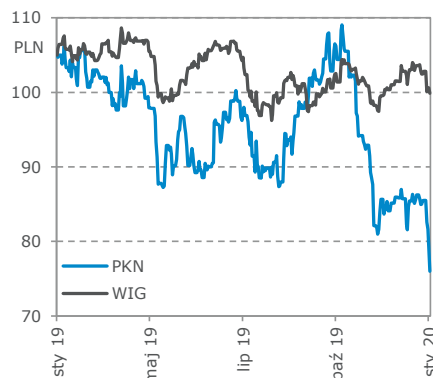
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	27,52%
NN OFE	7,26%
AVIVA OFE	6,28%
PERN	4,90%
Pozostali	54,04%

Profil spółki

PKN Orlen jest największą spółką rafineryjną w regionie, posiadającą 33 mln ton mocy głębokiego przerobu ropy naftowej rocznie oraz sieć ponad 2700 stacji benzynowych. Ponadto poprzez 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 rzędu ~200 mln boe.

Kurs akcji PKN na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKN Orlen	68,03	94,17	redukuje	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKN Orlen	75,66	68,03	-10,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019	2020P	2021P
EBITDA LIFO	-5,6%	-6,0%	-8,1%
Zysk netto	-6,6%	-24,2%	-8,6%
Marża+U/B (USD/Bbl)	-4,1%	-8,3%	-8,3%
Marża petchem (USD/t)	-2,8%	-2,2%	-2,5%
USD/PLN	+0,2%	+0,1%	+0,0%

Analitik:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 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

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

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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 3 lutego 2020 o godzinie 08:30.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 lutego 2020 o godzinie 08:30.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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 Biura 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 Biurze 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 Biura maklerskim 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**PKN Orlen**

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2019-12-05	2019-11-14	2019-08-01	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	94,17	94,17	92,82	80,01	79,39	81,22	83,43
kurs z dnia rekomendacji	88,50	102,45	97,36	96,78	99,94	101,50	104,70

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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 Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, 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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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