

poniedziałek, 30 listopada 2020 | komentarz specjalny

PKN Orlen: Komentarz do Strategii 2030

Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 56,37 PLN | cena bieżąca: 56,32 PLN

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Opublikowana Strategia Orleń stawia w perspektywie 2030 r. bardzo ambitny cel EBITDA (26 mld PLN), który z jednej strony jest pochodną ogromnych nakładów inwestycyjnych (140 mld PLN), a z drugiej dość optymistycznych w naszej ocenie założeń makro. Nie wydaje nam się, aby te szacunki zostały szybko przeniesione do rynkowego konsensusu, szczególnie że planowane projekty inwestycyjne nie zostały zdefiniowane wystarczająco precyzyjnie, aby ocenić ich wpływ na wyniki Spółki. Dokument nie uwzględnia też żadnych pośrednich kamieni milowych na poziomie EBITDA, więc trudno liczyć na regularną weryfikację przyjętych założeń, stąd można zakładać że przedstawione prognozy nie zostaną na długo w pamięci rynku. Jeśli chodzi o rozkład akcentów (OZE, petrochemia, detal) to oceniamy go pozytywnie, ale wpisuje się to w narrację prezentowaną przez Spółkę od dłuższego czasu. Nie jest to jednak najistotniejsze w dzisiejszej publikacji koncernu. Kluczową kwestią, która wywołała dziś pozytywną reakcję rynku jest twarda deklaracja wypłaty minimum 3,5 PLN dywidendy na akcję (~6% DYield). Taka deklaracja skutecznie póki co „równoważy” rosnące (i uzasadnione) w ostatnim czasie obawy o poziom FCF w perspektywie najbliższych kilku lat. Niemniej jednak warto zwrócić uwagę, że powyższy cel DPS po fuzji z Lotosem będzie oznaczał wypłatę rocznie minimum 1,9 mld PLN (przy założeniu share swap po obecnych cenach rynkowych), co przy obecnym potencjale EBITDA tych spółek na poziomie 10 mld będzie dużym wyzwaniem. Oczywiście z pomocą może „przyjść” fuzja z mocnym bilansowo PGNiG, ale wówczas utrzymanie 3,5 PLN DPS będzie oznaczało wypłatę dla akcjonariuszy rządu 3,6 mld PLN przy potencjale EBITDA połączonego podmiotu na 17-18 mld PLN i rocznym capex co najmniej na 15 mld PLN (realizacja tego roku, bez nowych ambitnych celów strategicznych). Te kalkulacje obrazują naszym zdaniem wyraźnie, że dywidendowy profil PKN ma wkomponowane znaczne ryzyko. W tym kontekście uważamy, że entuzjazm rynku związany z dzisiejszą publikacją może być krótkotrwały i uwaga inwestorów znów skupi się przede wszystkim na perspektywach dla otoczenia makro. Obecna wycena Spółki dyskontuje już w naszej opinii powrót średnio cyklicznych rentowności w obszarze rafineryjnym (na co oczywiście jeszcze czekamy, bieżące odczyty mocno odbiegają od tych poziomów in minus) i na ten moment nie dostrzegamy istotnego potencjału wzrostowego w akcjach PKN.

Skonsolidowane cele finansowe

Orlen oczekuje wzrostu EBITDA w perspektywie 2030 roku do 26 mld PLN z 9 mld PLN osiągniętych w 2019 roku (te 26 mld PLN uwzględniają konsolidację Lotosu i Energi). Łącznie w okresie 2020-30 strumień EBITDA ma sięgnąć 195 mld PLN (średniorocznie 17,7 mld PLN vs ~10 mld PLN osiągnięte z Lotosem w tym roku). Łączny CAPEX w okresie ma sięgnąć 140 mld PLN (średniorocznie 12,7 mld PLN vs tegoroczne wykonanie po 9M wraz z Lotosem na poziomie 6,2 mld PLN). Spółka deklaruje wypłatę dywidendy na poziomie minimum 3,5 PLN na akcję od przyszłego roku (z zysku za 2020 r.) oraz utrzymanie wskaźnika dług netto/EBITDA na 2,0-2,5x. Po stronie finansowania Orlen chce wykorzystać także formułę project finance czy obligacji hybrydowych, które nie będą uwzględniane we wskaźniku DN/EBITDA.

Rafineria

Planowany wzrost EBITDA z 2,8 mld PLN w 2019 roku do 7 mld PLN w 2030 roku (nasze założenie z uwzględnieniem Lotosu to 4,4 mld PLN). Planowany CAPEX to 2,4 mld PLN średnio rocznie w okresie 2021-30 (nasze założenia z uwzględnieniem Lotosu oraz energetyki w Płocku to 2,7 mld PLN), w tym wzrost rozbudowa możliwości produkcyjnych biopaliw (z 0,3 mln ton do 2 mln ton). Wzrost mocy przerobowych z 36 mln ton do 45 mln ton (efekt przejścia Lotosu).

Petrochemia

Planowany wzrost EBITDA z 2,3 mld PLN w 2019 do 7 mld PLN w 2030 roku (nasze założenie to 1,6 mld PLN). Planowany CAPEX to 4,4 mld PLN rocznie w okresie 2020-30 (nasze założenie to 1,0 mld PLN), w tym wzrost udziału specjalistycznych produktów w portfelu (25% vs 16% obecnie) i budowa mocy w recyklingu na poziomie 0,3-0,4 mln ton.

Energetyka

Planowany wzrost EBITDA z 1,6 mld PLN do 7 mld PLN w 2030 roku (nasze założenie to 4,1 mld PLN, ale bez offshore), przy średniorocznym CAPEX 2021-30 rządu 4,7 mld PLN (nasze założenie to 1,7 mld PLN), na moce OZE (wzrost z 0,5 GW do 2,5 GW, w tym 1,7 GW offshore [obecna koncesja to 1,2 GW] i 0,8 GW w PV/onshore) oraz gazowe elektrownie (wzrost z 1,1 GW do >2 GW).

Założenia makro przyjęte w strategii PKN vs scenariusz mBanku i wykonanie 2019-20

	realizacja		założenia PKN		założenia mBank		odchylenie	
	2019	2020	2021-25	2026-30	2021-25	2026-30	2021-25	2026-30
Dyferencja U/B w USD/Bbl	0,9	0,5	1,5	2,1	1,5	1,5	-1%	+40%
Marża rafineryjna w USD/Bbl	5,17	2,1	4,1	4,9	3,9	4,5	+5%	+9%
Marża petchem w EUR/t	858,7	843	884,0	1113,0	731,0	731,0	+21%	+52%
Cena Brent w USD/Bbl	64	42	57,8	79,4	48,0	50,0	+20%	+59%
Cena gazu w PLN/MWh	72,2	50,1	71,6	95,6	69,9	72,6	+2%	+32%
Cena CO2 w EUR/t	25,19	24,7	34,0	48,9	34,2	46,4	-1%	+5%
Cena energii w PLN/MWh	239,3	266,7	274,0	349,3	253,2	277,7	+8%	+26%

Źródło: PKN Orlen, mBank

Detal

Planowany wzrost EBITDA z 3,1 mld PLN do 5 mld PLN w 2030 roku (**nasze założenie z Lotosem to 3,6 mld PLN**), przy CAPEX średniorocznym 2021-30 na poziomie 1,1 mld PLN (**nasze założenia z uwzględnieniem Lotosu to 1,1 mld PLN**). Wzrost liczby stacji z 2800 do 3500 i wejście na 2 nowe rynki zagraniczne (udział stacji zagranicznych rośnie z 37% do 45%) i wzrost masy marży pozapaliwowej 1,5x.

Wydobycie

Planowany wzrost EBITDA z 0,2 mld PLN do 1 mld PLN w 2030 roku (**nasze założenie z Lotosem to 0,6 mld PLN**), przy CAPEX średniorocznym 2021-30 na poziomie 0,9 mld PLN (**nasze założenie z Lotosem to 0,9 mld PLN**). Dzielne wydobycie ma wzrosnąć z 18 kboe/d do 50 kboe/d (20% pokrycie zapotrzebowania na gaz koncernu). Nasza prognoza wydobycia po połączeniu z Lotosem to 35 kboe/d w 2030.

Założenia makro

Zestawienie założeń makro przyjętych przez Orlen w strategii ze średnim poziomem parametrów za lata 2019-20 oraz naszymi aktualnymi założeniami przedstawiamy w powyższej tabeli. Oczywiście w tak odległej perspektywie dyskusja na temat poziomu marż jest zawsze trudna, ale generalnie oceniamy scenariusz Spółki jako optymistyczny, praktycznie we wszystkich segmentach działalności. Długoterminowe marże wyraźnie przekraczają poziomy realizowane w roku 2019 czy długoterminowe średnie.

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 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. Prostej 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, Sygnyty, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie 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.

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 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, Sygnyty, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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. Wyeliminowanie 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 świadczył, 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 konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGZ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, Gaming Factory S.A., GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplup, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbic Holding, Solar Company, Sygnyty, Tarczyński, Ten Square Games, TIIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: BOŚ, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Pfeiderer Group, Primetech.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową 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 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 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.

mBank S.A.
Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

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

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

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

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

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

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