

czwartek, 14 listopada 2019 | aktualizacja raportu

PKN Orlen: redukuje (obniżona)

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Odczyty makro zaczynają coraz mocniej straszyć

Po bardzo mocnych wynikach 3Q, na horyzoncie pojawiają się ciemne chmury z uwagi na obserwowane obecnie znaczące pogorszenie modelowych marż w obszarze downstream. Konsensus zakłada tymczasem utrzymanie bardzo wysokiej rentowności EBITDA z tego roku, licząc na dodatkowe wsparcie z tytułu efektu IMO i oddawanej inwestycji w PE3. Nasze prognozy na lata 2020-21 plasują się 15-20% poniżej rynku, zarówno z uwagi na bardziej konserwatywne założenia marż modelowych (nadal powyżej bieżących odczytów), jak i efekt wysokiej bazy tego roku zbudowanej przez rekordowo niskie ceny gazu, wysokie marże detaliczne oraz ponadstandardowe premie lądowe (kontrakty negocjowane pod koniec 2018 r. w otoczeniu napięć logistycznych na Renie). W takim scenariuszu makro nie zakładamy też powtórzenia rekordowych wolumenów przerobowych. Przypominamy również o perspektywie wzrostu nakładów inwestycyjnych w kolejnych latach, które będą średnioterminowo obciążać profil FCF. Dodatkowo, może to zaburzyć przejęcie Lotosu, które w naszej opinii nawet po uwzględnieniu efektów synergii nie implikuje atrakcyjnej wyceny na EV/EBITDA LIFO pro-forma. W tym kontekście obniżamy rekomendację z trzymaj do redukuje z nową ceną docelową na poziomie 94,17 PLN (wzrost to efekt skompensowania niższych marż modelowych downstream przez wyższe wyniki w detalu i wycenę porównawczą).

Mocne pogorszenie otoczenia makro

Ostatnie tygodnie stanowią poważny sygnał ostrzegawczy jeśli chodzi o perspektywę rentowności w obszarze downstream. Marża rafinerijna spadła z wrześniowych szczytów poniżej 3 USD/Bbl, a dyferencjał Ural/Brent jest nawet ujemny (zaprzeczenie oczekiwanego efektu IMO). W petrochemii obserwujemy od kilku tygodni załamanie marż modelowych na większości produktów (odczyty na poziomie lat 2012-13), co jest efektem rosnącej podaży i konwergencji cen produktów do benchmarków z USA i Azji.

Perspektywa niższych FCF

Po kilku latach bardzo wysokich przepływów pieniężnych (FCF yield ~7%), w średnim terminie oczekujemy wyraźnego pogorszenia w tym zakresie (yield ~3%), zarówno z uwagi na pogorszenie otoczenia makro, jak i wzrost nakładów inwestycyjnych. Zwracamy przy tym uwagę, że w naszym modelu uwzględniamy tylko dobrze zdefiniowane projekty i nasze prognozy capex na średniorocznym poziomie 5,7 mld PLN odbiegają in minus od zapowiedzianej w strategii intensyfikacji wydatków (cel na 2020 to ~8 mld PLN).

Przejęcie Lotosu nie implikuje atrakcyjnej wyceny

Scenariusz przejęcia Lotosu nadal nie jest pewny, a postępowanie w KE się przedłuża, aczkolwiek naszym zdaniem rynek zdążył już zdyskontować efekty tej fuzji. Przy obecnych waluacjach EV/EBITDA'2020 pro-forma dla połączonego podmiotu, już przy uwzględnieniu efektów synergii (utrzymujemy nasze szacunki na poziomie 750 mln PLN dodatkowego strumienia EBITDA), wynosi w naszym konserwatywnym scenariuszu 5,8x wobec 5-letniej średniej dla Orlenu na poziomie 5,4x.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	95 364,0	109 706,0	109 097,8	103 438,4	107 566,8
EBITDA	11 078,0	9 888,0	9 510,8	8 585,3	7 888,9
marża EBITDA	11,6%	9,0%	8,7%	8,3%	7,3%
EBIT	8 657,0	7 215,0	6 064,5	4 908,3	4 020,8
Zysk netto	6 655,0	5 556,0	4 805,0	3 835,2	3 089,8
P/E	6,6	7,9	9,1	11,4	14,2
P/CE	4,8	5,3	5,3	5,8	6,3
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,3	5,0	5,3	5,8	6,4
DPS	3,00	3,00	3,50	3,50	3,50
DYield	2,9%	2,9%	3,4%	3,4%	3,4%

Cena bieżąca	102,45 PLN
Cena docelowa	94,17 PLN
Kapitalizacja	43,8 mld PLN
Free float	29,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	142,3 mln PLN

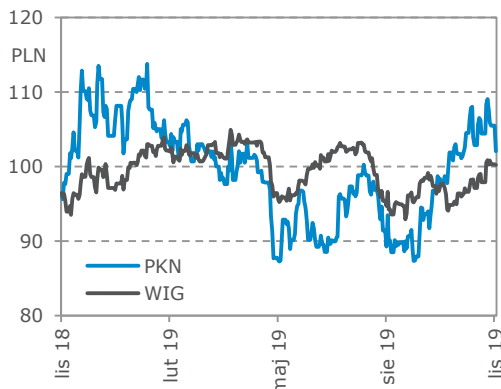
Struktura akcjonariatu

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 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	94,17	92,82	redukuje	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKN Orlen	102,45	94,17	-8,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO	+8,6%	+0,8%	+0,2%
Zysk netto	+6,8%	+0,4%	-17,5%
Marża+U/B (USD/Bbl)	+15,1%	+0,0%	+0,0%
Marża petchem (USD/t)	-1,4%	-20,5%	-11,6%
USD/PLN	+2,1%	+3,5%	+0,0%

Analityk:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
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:

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 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

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. 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 14 listopada 2019 o godzinie 08:20.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 14 listopada 2019 o godzinie 08:20.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski 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 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) – wyliczona 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	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2019-08-01	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-15	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	92,82	80,01	79,39	81,22	83,43	81,52	81,38
kurs z dnia rekomendacji	97,36	96,78	99,94	101,50	104,70	97,80	93,50

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@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