

wtorek, 5 lipca 2022 | aktualizacja raportu

PKN Orlen: kupuj (podtrzymana)

PKN.PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Główny beneficjent planowanych fuzji

Kurs Orleu od początku roku zachowuje się praktycznie najgorzej z całego spektrum spółek rafineryjnych, zarówno w Europie jak i w USA. Nie widzimy dla tego uzasadnienia, szczególnie że poza segmentem detalicznym Spółka znacznie poprawi swoje wyniki we wszystkich kluczowych segmentach. Perspektywy na kolejny rok, nawet przy normalizacji marż rafineryjnych, również wyglądają obiecująco w kontekście ekspozycji na rekordowe ceny energii elektrycznej. Naszym zdaniem rynek przeszacowuje ryzyko wprowadzenia podatku od zysków nadzwyczajnych. Nawet jeśli zostałby on wprowadzony w przyszłym roku to nie w tak ekstremalnej formie jak dyskонтuje dziś kurs Orleu (tegoroczne wyniki będą 3x wyższe niż średnia z ostatnich 5 lat, a cena akcji praktycznie na średniej). Rynek kompletnie ignoruje też potencjalną wartość jaką może wygenerować fuzja z PGNiG. Uwzględniając nowe założenia dotyczące marż w rafinerii i petrochemii podwyższamy cenę docelową z 87,69 PLN do 95,38 PLN (pomimo zaaplikowanej znacznie wyższej stopy wolnej od ryzyka). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sprzyjające otoczenie makro

Rekordowo niskie zapasy paliw, ograniczenie dostaw diesla z Rosji, brak możliwości szybkiego zwiększenia utylizacji mocy rafineryjnych w regionie, awaria rafinerii OMV, niski stan wody na Renie (problemy z logistyką diesla) i rosnące koszty frachtu to główne katalizatory obecnych ultra wysokich marż przerobowych. W połączeniu z 30 USD dyskonta na wciąż kupowanej ropie rosyjskiej tworzy to niespotykane dotąd otoczenie makro dla sektora rafineryjnego. W przypadku Orleu dodatkowo zwracamy uwagę na zaskakująco dobre odczyty marż modelowych w petrochemii i w Anwilu. W przyszłym roku Spółka będzie też mocno korzystać na rekordowych cenach energii, a Energa wchodzi w powoli w okres wyższego WACC w dystrybucji.

Rekordowe wyniki na horyzoncie

W ostatnich latach Orlen generował średniorocznie około 9 mld PLN skor. strumienia EBITDA LIFO. Tymczasem tylko po 1H'22 spodziewamy się na tym poziomie prawie 14 mld PLN (prawie 90% aktualnego konsensusu rocznego). W całym roku prognozujemy, że segment rafineryjny wygeneruje ponad 18 mld PLN EBITDA LIFO, a po kolejne 4 mld PLN dołożą petrochemia i energetyka. Uwzględniając odpływy na kapitał obrotowy i planowany capex, Spółka powinna wygenerować w tym roku ~5 mld PLN FCF, czyli 11 PLN/akcję. Jeśli obecne makro utrzyma się w kolejnym roku to jest bardzo prawdopodobne, że Orlen zakończy swój obecny kosztowny program inwestycyjny z wciąż bardzo mocnym bilansem (nie uwzględniając fuzji).

Fuzje mogą wygenerować dodatkową wartość

W przypadku akceptacji parytetu przez WZA Lotosu, implikowana z naszej wyceny DCF dodatkowa wartość dla akcjonariuszy Orleu wyniosłaby +3%, przy jednoczesnym wzmocnieniu bilansu i potencjale synergii (choć neutralizowanych częściowo przez transakcje z Saudi Aramco). Znaczenie ważniejszym wydarzeniem z punktu widzenia kreowania wartości dla Orleu może być fuzja z PGNiG, gdzie aktualny rynkowy parytet odbiega od wartości godziwej o ~20%. Kalkulacja pro-forma wskazuje, że po połączeniu LTS/PGN/PKN będzie generował w latach 2023-25 średnio 40 mld PLN EBITDA, praktycznie bez długu netto z dzisiejszą kapitalizacją na poziomie 75 mld PLN.

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	86 180,0	131 341,0	192 186,4	154 465,7	130 591,1
EBITDA	8 465,0	19 211,0	29 606,1	13 465,4	12 412,2
marża EBITDA	9,8%	14,6%	15,4%	8,7%	9,5%
EBIT	3 908,0	13 870,0	23 766,4	6 924,5	5 348,5
zysk netto	2 755,0	11 122,0	18 901,0	5 418,1	4 101,3
P/E	11,1	2,7	1,6	5,6	7,4
P/CE	4,2	1,9	1,2	2,5	2,7
P/BV	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,8	4,7	1,6	2,7	3,0
DPS	1,00	3,50	3,50	3,50	3,50
DYield	1,4%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%

cena bieżąca	71,24 PLN
cena docelowa	95,38 PLN
kapitalizacja	30,5 mld PLN
free float	20,6 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	149,2 mln PLN

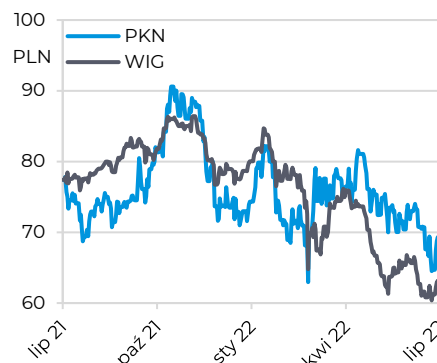
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	27,52%
OFE NN	7,59%
OFE AVIVA	6,44%
PERN	4,90%
OFE PZU	4,21%
pozostali akcjonariusze	49,34%

Profil spółki

PKN Orlen jest największą spółką rafineryjną w regionie, posiadającą 33 mln ton mocy głębokiego przerobu ropy naftowej rocznie (Polska, Litwa, Czechy) oraz sieć ponad 2800 stacji benzynowych. Ponadto Spółka jest aktywna w segmencie chemicznym (nawozy) i petrochemicznym (w tym JV z LyondellBasell). W poprzednich latach PKN zbudował także portfel aktywów wydobywczych (głównie w Kanadzie) z zasobami rządu ~190 mln boe.

Kurs akcji PKN na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKN Orlen	95,38	87,69	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
	PKN Orlen	71,24	95,38	+33,9%
zmiana prognoz		2022P	2023P	2024P
EBITDA LIFO		+63,2%	+35,1%	+37,1%
zysk netto		+92,7%	+63,4%	+140,5%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)		+91,8%	+114,1%	+94,9%
marża petchem (USD/t)		+11,4%	+8,1%	+6,3%
USD/PLN		+4,3%	+9,4%	+5,8%

Analityk:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.klisczcz@mbank.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFE - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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, Compreum, Sygnity. 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 informacja 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, Compreum, Sygnity, 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 5 lipca 2022 o godzinie 07:41. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 lipca 2022 o godzinie 08:30.

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

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 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 szczególnej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

PKN Orlen (Kamil Kliszcz)

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuje
data wydania	2022-06-03	2022-04-07	2022-03-03	2022-01-17	2021-11-05	2021-07-06
cena docelowa (PLN)	87,69	87,69	81,39	81,39	81,89	70,59
kurs z dnia rekomendacji	71,84	77,00	77,46	82,16	89,00	77,80

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Mateusz Krupa
+48 22 438 24 03 | +48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemarczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemarczyk@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

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

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

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl