

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

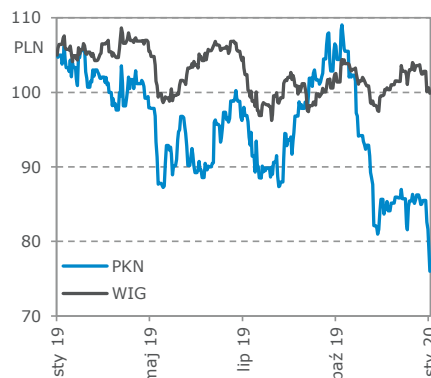
Struktura akcjonariatu

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:

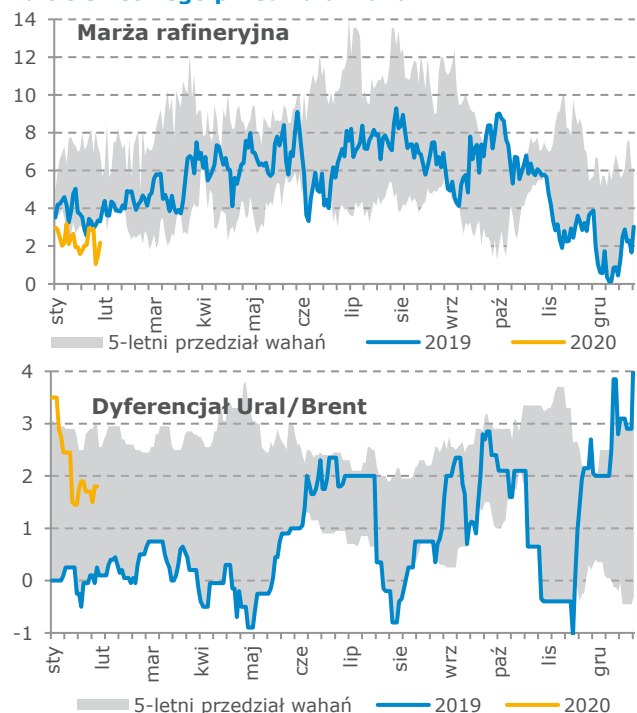
Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl

Zmiany założeń makro

Z uwagi na bieżące obserwacje i zarysowujące się trendy w niniejszym raporcie dokonujemy rewizji kilku kluczowych parametrów makro, a zmiany prezentujemy w poniższej tabeli.

- Marża rafineryjna/dyferencjał** – założenia dotyczące dyferencjału utrzymujemy na poziomie 1,5 USD w skali roku, natomiast modelową marżę rafineryjną dla lat 2020-21 korygujemy o 0,5 USD/Bbl z uwagi na rozczarowujące w ostatnich miesiącach cracki na średnich destylatach (osłabienie popytu z uwagi na warunki pogodowe i ograniczenia komunikacyjne związane z wirusem w Chinach, wzrost zapasów, presja importowa do Europy z Azji i Rosji) oraz słabe odczyty z rynku benzyny w USA (ujemna dynamika konsumpcji i rosnące 12 tydzień z rzędu zapasy paliwa). Dodatkowym obciążeniem są rekordowo niskie ceny gazu, które poprzez efekt substytucji osłabiają ceny HSFO oraz wypaczają scenariusz wpływu IMO na globalny bilans paliw (LNG jako paliwo bunkrowe).

Odczyty marży rafineryjnej i dyferencjału Ural/Brent na tle 5-letniego przedziału wahań



Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

- Marże petrochemiczne** – widoczna presja na cenach polietylenu (niskie ceny gazu i uruchamianie nowe moce w USA i w Chinach) skłania nas do kolejnej choć nieznacznej rewizji modelowej marży petrochemicznej. Utrzymujące się niższe marże na PTA skutkują rewizją założeń rentowności również dla tego produktu.
- Gaz ziemny** – obniżamy nasze prognozy benchmarku opartego o średnie notowania 1M FWD do 13,4 EUR/MWh dla roku 2020 (-22%) i 15,8 EUR/MWh dla roku 2021 (-12%) wobec 15,0 EUR/MWh zanotowanych w roku 2019 (scenariusz zaaplikowany w ostatniej aktualizacji modelu PGNiG). W dłuższym terminie przyjmujemy odbicie cen do poziomu 18,1 EUR/MWh.
- Marża detaliczna** – słabsze odczyty marż paliwowych na dieslu i benzynie w końcówce roku oraz widoczne osłabienie dynamiki sprzedaży wolumenowej skłania nas do rewizji masy marży w segmencie o 40-50 mln PLN w skali roku w okresie prognozy.

Rewizja kluczowych parametrów makro 2020 na tle bieżących odczytów

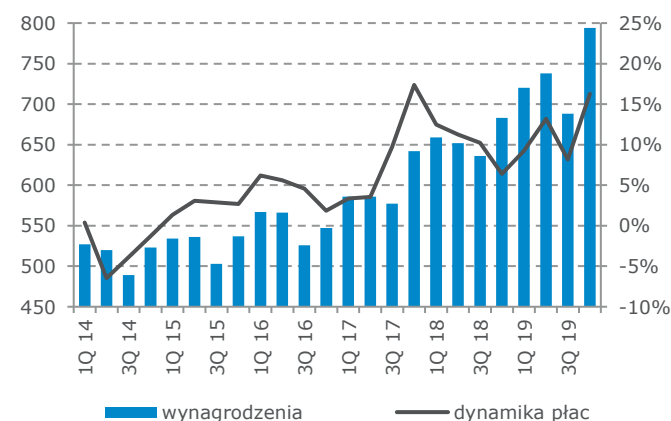
	stara	nowa	zmiana	obecnie
USD/Bbl				
Brent	65,0	65,0	0%	59,0
marża rafineryjna	4,5	4,0	-11%	2,5
dyferencjał U/B	1,5	1,5	0%	1,8
USD/t				
marża olefiny	300,8	301,4	0%	320,0
marża poliolefiny	844,7	815,4	-3%	790,0
marża PTA	156,2	148,9	-5%	141,0

Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

Segment rafineryjny

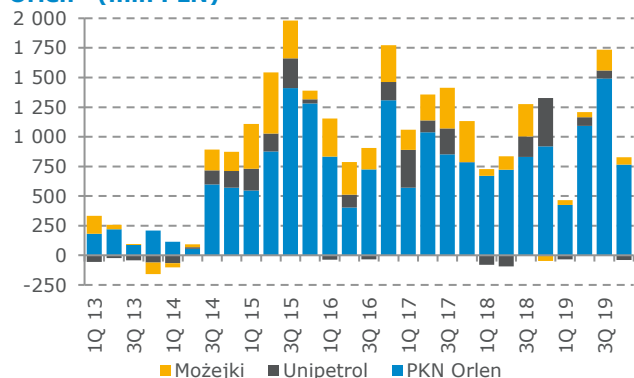
W 2019 EBITDA LIFO segmentu rafineryjnego po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe (odwrócenie odpisu NRV netto na ~90 mln PLN) wyniosła **4,16 mld PLN vs. 3,94 mld PLN w 2018**. Nie można jednak pominąć faktu implementacji MSSF16, który księgowo zwiększa w tym roku EBITDA segmentu o około 50 mln PLN kwartalnie. Skorygowane wyniki byłyby więc porównywalne r/r, co nie jest zaskoczeniem biorąc pod uwagę, że marża rafineryjna była w tym okresie podobna (5,2 USD/Bbl vs 5,1 USD/Bbl). Dyferencjał był co prawda nieco niższy (0,8 USD/Bbl vs 1,2 USD/Bbl), ale było to kompensowane korzystniejszym kursem USD/PLN (+6%) i wyższym wolumenem przerobu (+1,5%). Modelowo zagregowany **wpływ powyższych parametrów makro implikowałby nawet wzrost EBITDA r/r o około 165 mln PLN**. Dodatkowo Spółka korzystała z **niższych cen gazu** (koszt paliwa w CCGT Płock oraz w piecach technologicznych rafinerii) oraz **wyższych premii lądowych** z uwagi na fakt podpisywania rocznych umów koncernowych w okresie dużego napięcia na rynku (niskie stany wody w Renie i problemy logistyczne w 4Q'18). Te **elementy zostały jednak** prawdopodobnie **zneutralizowane przez rosnące koszty** operacyjne (widoczna presja na płace, koszty marketingu, usługi obce). W całej Grupie koszty wynagrodzeń wzrosły w 2019 o 310 mln PLN (+12%), a usługi obce po korekcie o efekt MSSF16 (przesunięcie kosztów leasingu do amortyzacji) zwiększyły się o około 0,4 mld PLN. Te tendencje znajdują potwierdzenie chociażby w wyniku segmentu „funkcje korporacyjne”, który zwiększył stratę o 23%. Naszym zdaniem w 2020 roku takie zjawisko po stronie kosztowej będzie się utrzymywać, szczególnie że Spółka zapowiada jeszcze intensyfikację działań marketingowych (F1), a plany remontowe są zdecydowanie bardziej obszerne.

Dynamika kosztów wynagrodzeń w PKN Orlen



Źródło: PKN Orlen, szacunki mBanku

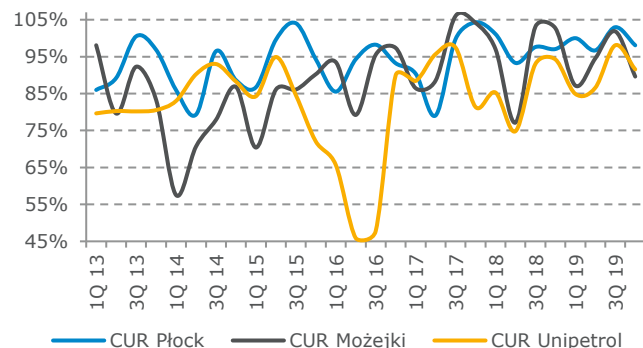
Oczyszczona EBITDA LIFO według rafinerii w Grupie Orlen* (mln PLN)



*w powyższym rozbiściu kategoria „PKN Orlen” obejmuje zakłady w Płocku, w Trzebnicy i Jedliczach, dane Unipetrolu szacunkowe
Źródło: PKN Orlen, szacunki mBanku

Najlepiej w ubiegłym roku **wypadły operacje prowadzone w Polsce, które poprawiły EBITDA o 0,63 mld PLN r/r**. Było to możliwe dzięki wzrostowi wolumenu o 2,2% i poprawie uzysków paliw o niecałe 2 punkty procentowe. W tym wypadku najbardziej był widoczny efekt premii lądowych (w tym konsumpcja premii lądowej na imporcie diesla z Mozejek) oraz poprawa wyników elektrociepłowni gazowej (~0,2 mld PLN r/r). W Polsce największy był również wspomniany wcześniej efekt księgowy MSSF 16. W samych **Mozejkach EBITDA LIFO spadła w tym okresie r/r do 324 mln PLN z 391 mln PLN**, co tłumaczą niższy o 2% przerób oraz słabsze o ponad 1 p.p. uzyski produktów białych i generalnie gorsza w stosunku do średniej w Grupie modelowa marża rafinerijna wynikająca ze struktury produkcji i wskaźnika konwersji). W **Unipetrolu wolumen wzrosł o 3,9%**, ale EBITDA spadła aż o 0,34 mld PLN. To odchylenie r/r zostało jednak głównie zbudowane w 4Q, co można tłumaczyć efektem bazy (bardzo wysokie premie lądowe w regionie przy problemach logistycznych na Renie, które pozwoliły rafineriom czeskim wygenerować aż 0,4 mld PLN w 4Q'18). Warto w tym miejscu zauważyć, że wykorzystanie mocy przerobowych w Grupie w tym roku plasowało się na rekordowym poziomie 96%, podczas gdy średnia 10-letnia to 91%. Utrzymanie takiej utilizacji aktywów może być trudne w kolejnych latach, szczególnie w otoczeniu pogarszającej się koniunktury.

Wskaźnik wykorzystania mocy w rafineriach Grupy

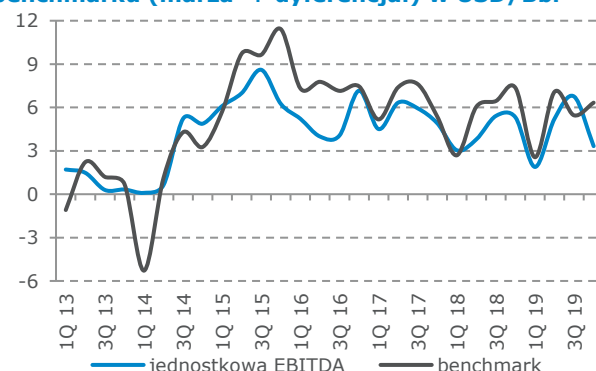


Źródło: PKN Orlen, szacunki mBanku

Generalnie **wyniki Orlenu dość dobrze odwzorowują w ostatnich kwartałach modelową marżę** powiększoną o dyferencjał, jeśli chodzi o kierunek zmian, aczkolwiek momentami pojawiają się większe odchylenia (marże dystrybucyjne, dodatkowe koszty czy przesunięcia na wynikach zabezpieczeń). W ubiegłym roku **szczególnie słabo na tle oczekiwań wypadł 4Q**, w którym Spółka

bardziej niż można było zakładać ucierpiała na załamaniu marż modelowych i spadku przerobu. Na poniższym wykresie prezentujemy zrealizowaną marżę EBITDA LIFO na baryłkę na tle benchmarku (marża produktowa + dyferencjał), ale liczoną już na raportowanej przez Spółkę strukturze produkcji. Generalnie **dyskonto w marży zrealizowanej jest stanem naturalnym** biorąc pod uwagę fakt, że marża modelowa uwzględnia tylko koszt wsadu (bez kosztów pracowniczych, energetycznych czy logistycznych), aczkolwiek z drugiej strony w tych kalkulacjach pomijamy też efekt premii lądowej czy marże dystrybucyjne.

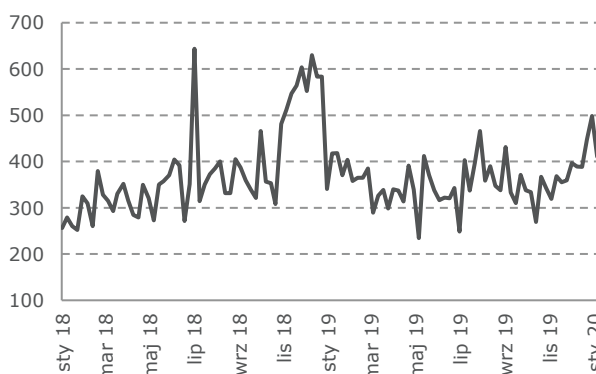
Jednostkowa EBITDA segmentu rafinerijnego na tle benchmarku (marża*+ dyferencjał) w USD/Bbl



*marża uwzględnia rzeczywiste sezonowe zmiany w strukturze uzysków (liczona ex-post)
Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

W 2019 roku czynnikiem, który zmniejszał to dyskonto do benchmarku (w pierwszych trzech kwartałach) był **wzrost premii lądowej**, która była pochodną kontrakcji umów rocznych z dużymi odbiorcami w warunkach logistycznych problemów wywołanych niskim stanem Renu w 2H'18. Wskaźnik opłacalności importu diesla kalkulowany przez Reflex, który jest dobrym przybliżeniem spotowej premii lądowej implikuje w okresie 9M'19 wartości około 6% wyższe r/r. **W ostatnim kwartale roku ta różnica była już jednak negatywna (-26%)**, gdyż aktualna sytuacja logistyczna na Renie nie generuje żadnych napięć na rynku. W wynikach Orlenu może to być mocniej zauważalne w 2020 roku z uwagi na duży udział umów rocznych w portfelu (50-60%).

Wskaźnik opłacalności importu diesla w PLN/t



Źródło: Reflex

Tak jak wspomnieliśmy wcześniej, **istotnym wsparciem dla ubiegłorocznych wyników Orlenu były niskie ceny gazu**, co było szczególnie widoczne w 2Q i 3Q, gdzie spadki notowań tego surowca były już znaczące (w 3Q -50% r/r na kontrakcie miesięcznym), a CCGT we Włocławku wróciła do pracy po remoncie. Oczywiście nie cały efekt jest widoczny

w segmencie rafineryjnym (wspomniana elektrociepłownia we Włocławku jest uwzględniana w petrochemii), ale szacujemy że roczne zużycie gazu w tym obszarze sięga około 1,5 mld m³. Oznacza to, że w całym 2019 roku **dotaddkowy strumień EBITDA z tego tytułu mógł sięgnąć 0,48 mld PLN** i to nie licząc profitów z wyższych cen energii sprzedawanych poza grupę z jednostek wytwórczych we Włocławku i Płocku (wynik EBITDA obydwu elektrociepłowni w całym roku wzrósł r/r o 0,41 mld PLN). **W 2020 roku jednostkowa marża na MWh w tym obszarze powinna jeszcze wzrosnąć** (oczekujemy +25 PLN/MWh na wolumenach zakontraktowanych w roku 2019 po 267 PLN/MWh, przy obecnych cenach spotowych ta zmiana będzie mniejsza i wyniesie około 10 PLN/MWh), z uwagi na obniżone prognozy cen gazu. Dodatkowo przypominamy, że w 2019 roku dyspozycyjność CCGT we Włocławku była niższa z uwagi na długi remont w 1Q.

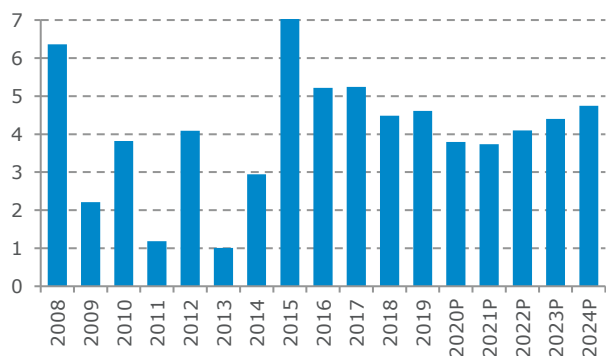
Ceny gazu 1M TGE w PLN/MWh



Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

Podsumowując więc rok 2019 był jeszcze bardzo mocny finansowo, ale perspektywy uległy już wyraźnej deterioracji. **W 2020 roku zakładamy pogorszenie warunków makro** (obniżyliśmy prognozowaną marżę modelową o 0,5 USD z uwagi na bardzo niskie bieżące odczyty), zarówno jeśli chodzi o marżę produktową jak i wolumeny (obciążenie Możejek, 2 miesięczny przestój w Unipetrolu), co zaowocuje **spadkiem EBITDA LIFO o ponad 1 mld PLN** do nieco ponad 3 mld PLN (po uwzględnieniu wyniku CCGT). Większej poprawy wyników oczekujemy dopiero w latach 2022-24 wraz z lekkim cyklicznym odbiciem cracków i oddawaniem do użytku nowych instalacji: glikolu (+50 mln PLN od 2022), bioetanolu (+70 mln PLN od 2023), visbreaking (+250 mln PLN od 2023) i HC w Możejkach (+300 mln PLN w 2024).

Zrealizowana marża rafineryjna PKN Orlen w (USD/Bbl)

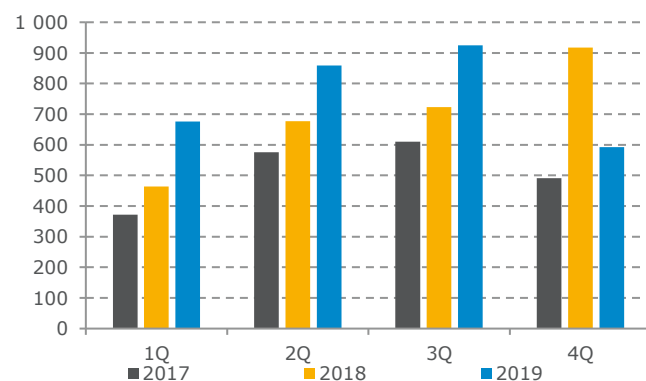


Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

Segment detaliczny

EBITDA segmentu detalicznego, skorygowana o odpisy, **wzrosła w 2019 o prawie 10% r/r** do 3,05 mld PLN, aczkolwiek rezultat oczyszczony o księgowy wpływ wdrożenia MSSF16 (~90 mln PLN kwartalnie) wyniósłby 2,69 mld PLN i byłby o 3% niższy r/r. **Dynamika ta jest jednak zniekształcona przez 4Q** (-0,32 mld PLN r/r), w którym mieliśmy do czynienia z nieporównywalną bazą odniesienia. W tym samym okresie 2018 roku Spółka korzystała na rekordowych marżach paliwowych w Polsce z uwagi na brak przeniesienia skokowych spadków hurtowych cen paliw na klientów i bardzo mocne wyniki Orlen Deutschland napędzane problemami logistycznymi w Niemczech (wzrost r/r o prawie 200 mln PLN).

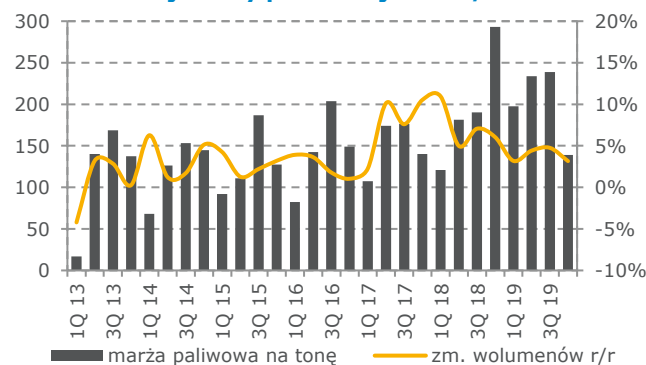
Oczyszczona EBITDA segmentu detalicznego (mln PLN)



Źródło: PKN Orlen

Po skorygowaniu EBITDA o powyższy czynnik, Orlen kolejny rok z rzędu dostarczyłby solidną dynamikę w tym segmencie. Ponownie była ona pochodną **wyższych wolumenów sprzedaży (+3,9%)**, które dołożyły ~125 mln PLN EBITDA. Podobnie jak w roku poprzednim, wysoka dynamika sprzedaży szła w parze z **wyższymi kosztami marketingu**, ale te zostały praktycznie zneutralizowane przez wspomniany efekt MSSF16. Jeśli chodzi o **marże paliwowe** to one również w całym roku były średnio mocniejsze (~+0,1 mld PLN), nawet mimo ujemnej kontrybucji w 4Q. Poniższy wykres dobrze to ilustruje, podobnie jak fakt, że narzut na tonę paliwa w ostatnich 2 latach był wyraźnie wyższy w relacji do okresu 2013-17 (+41% bez 4Q'18). W tym kontekście trudno będzie już o dalszą poprawę, a nie można wykluczyć większej presji konkurencyjnej w scenariuszu pogorszenia siły zakupowej klientów i mniejszej dynamiki wolumenów.

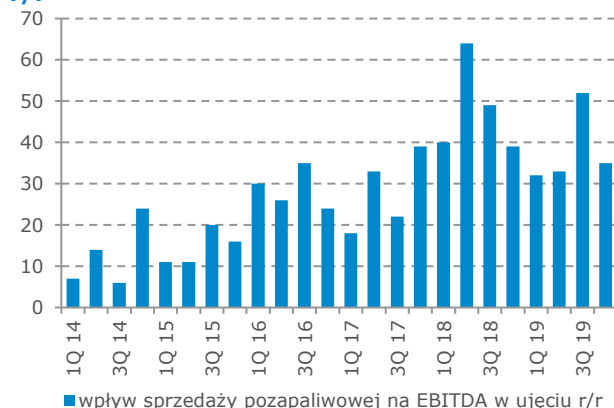
Dynamika wolumenów sprzedaży paliw w sieci detalicznej Orlenu (prawa skala) na tle szacunkowej zrealizowanej marży paliwowej w PLN/t



Źródło: PKN, Orlen, szacunki mBanku

W ubiegłym roku Orlen nadal pracował nad wzrostem bazy punktów gastronomicznych na stacjach i **rozwojem oferty pozapaliwowej. Kontrybucja tego obszaru do wzrostu EBITDA to około 152 mln PLN.** Według naszych szacunków, zagregowana marża pozapaliwowa stanowi już około 43% wyniku EBITDA segmentu (EBITDA skorygowana o efekt MSSF16). Dynamiki trochę zwolniły w porównaniu do 2018 (+192 mln PLN r/r), ale należy pamiętać, że wówczas mieliśmy do czynienia z efektem wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę, który mógł dodatkowo napędzać sprzedaż w sklepach na stacjach benzynowych.

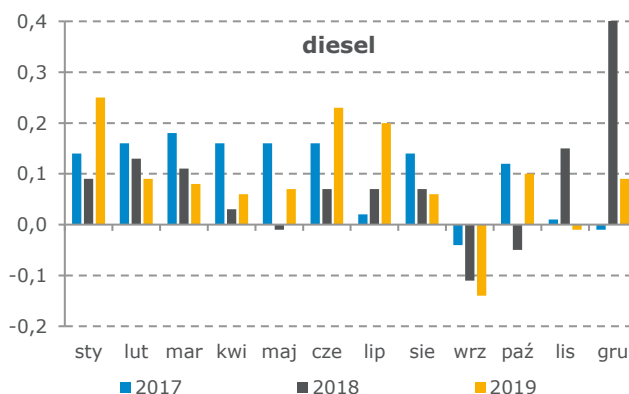
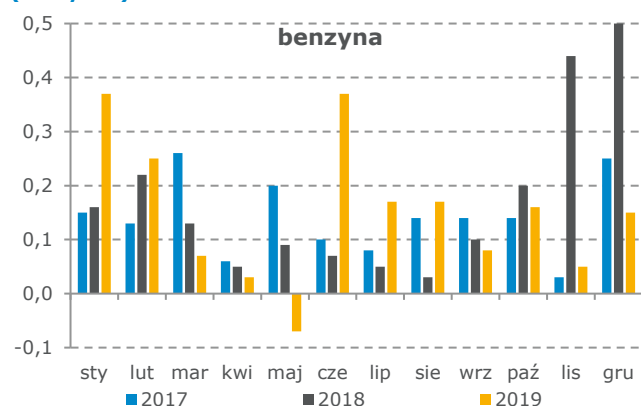
Wpływ sprzedaży pozapaliwowej na EBITDA w ujęciu r/r



Źródło: opracowanie mBanku

Jeśli chodzi o lata kolejne to zakładamy już **wypłaszczenie wzrostów EBITDA segmentu** (5-letni CAGR na 1,3%), zarówno z uwagi na wspomniane ryzyko większej presji na marże paliwowe (poniższe wykresy z danymi miesięcznymi POPIHN dają sygnały ostrzegawcze), jak i duże nasycenie ofertą pozapaliwową (punkty stop cafe już na 90% stacji w Polsce i w Czechach, sklepy O!shop na 30% stacji w Polsce). Dodatkowym problemem może być **wprowadzenie nowego podatku detalicznego** od obrotu (aktualnie toczy się spór polskiego rządu z KE w TSUE), który w skali roku mógłby kosztować Orlen około 40-50 mln PLN (przy założeniu braku przeniesienia w cenach na klienta). Nie bez znaczenia będą też **koszty zapowiedzianego rebrandingu sieci w Niemczech**. W naszym modelu nie zakładamy żadnych akwizycji w krajach ościennych.

Marże detaliczne na dieslu i benzynie wg POPIHN (PLN/litr)

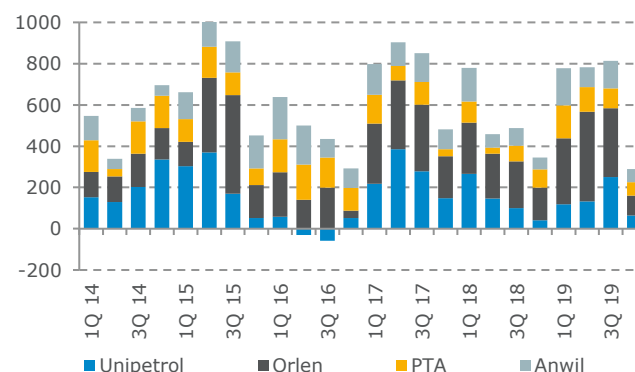


Źródło: POPIHN, opracowanie mBanku

Segment petrochemiczny

Segment petrochemiczny w **ubiegłym roku wypracował 2,66 mld PLN oczyszczonego strumienia EBITDA vs. 2,04 mld PLN** w 2018 r. Poprawa r/r nie jest efektem wzrostu marż modelowych (te z wyłączeniem PTA były w ujęciu dolarowym wyraźnie niższe: poliolefiny -8%, olefiny -16%), nawet po uwzględnieniu bardziej korzystnego kursu walutowego. Istotne były wyraźnie niższe ceny gazu (CCGT we Włocławku i marża na nawozach). Dodatkowo mniej intensywne przestoje remontowe i pełne wykorzystanie mocy pozwoliło na zwiększenie sprzedaży olefin o 20% (również dzięki uruchomieniu instalacji metatezy i PPF splittera w Możejkach) i aromatów o 15%. Lepsze oczyszczone wyniki zanotowały praktycznie wszystkie główne linie biznesowe, w tym **Anwil** (~+0,1 mld PLN z uwagi na wspomnianą poprawę marż nawozowych i stabilne rentowności na PVC, nawet pomimo dłuższego postoju tej instalacji w 4Q). Jedynie **Unipetrol** nie poprawił jakoś istotnie oczyszczonych rezultatów (wolumeny podobne r/r, opóźnienie na oddaniu do użytku nowej linii PE3).

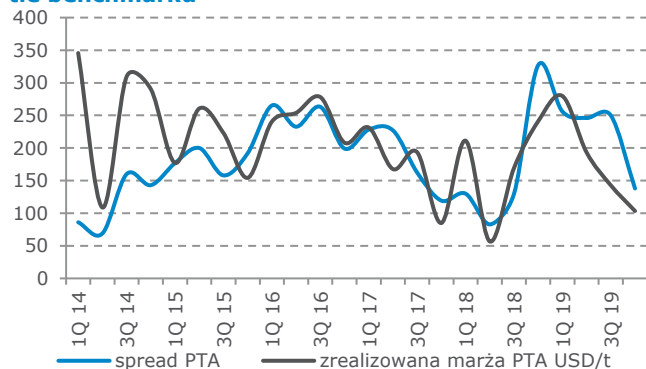
Rozbicie wyniku EBITDA LIFO na poszczególne linie biznesowe (mln PLN)



Źródło: Bloomberg, PKN Orlen, szacunki mBanku

W polskiej części petrochemii **lepszy wynik pojawił się na instalacji PTA** (+0,14 mld PLN r/r do 0,44 mld PLN). Miało to związek z **wyższym kursem USD/PLN** oraz **odbudowaniem się marży modelowej** liczonej do Brent (ilustracja na poniższym wykresie), a także wzrostem **wolumenów o 27% r/r**. Skokowy wzrost marży na tym produkcie jest już jednak historią w kontekście uruchamianych nowych mocy w Indiach i Chinach rzędu prawie 6 mln ton. W naszych prognozach benchmark dla roku 2020 jest niższy od 2019 o 30% (149 USD/t) i utrzymuje się na tym poziomie w latach kolejnych. Zwracamy uwagę, że **aktualne odczyty tej modelowej marży to zaledwie 130-140 USD/t**.

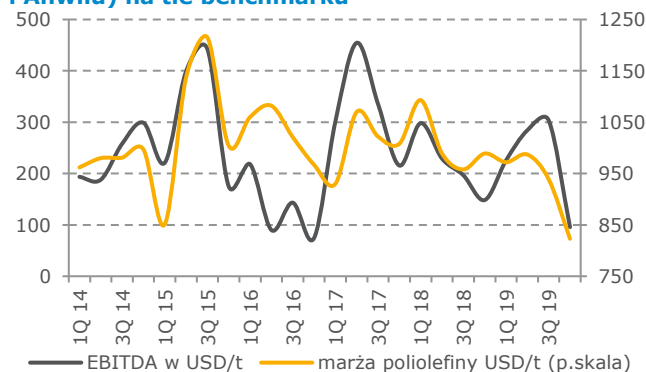
Zrealizowana marża EBITDA w USD/tonę na PTA na tle benchmarku



Źródło: Bloomberg, PKN Orlen, szacunki mBanku

Lepsze r/r wyniki w polskiej części petrochemii po wyłączeniu Anwilu i PTA (+0,33 mld PLN na poziomie EBITDA) to głównie **pochodna wspomnianych wyższych wolumenów na olefinach i aromatach** połączonych z korzystnym kursem USD/PLN, a także uruchomieniem instalacji metatezy. Ku naszemu zaskoczeniu, w wypracowaniu takich rezultatów nie przeszkodził nawet wyraźny 46% spadek marż na butadienie i 15% na benzenie w ujęciu r/r (w aromatach lepiej było tylko na toluenie). Jak pokazuje poniższy wykres, zarówno w 2Q'19 jak i 3Q'19 mieliśmy do czynienia z przebicciem rynkowego benchmarku. Historycznie takie odchylenia od modelowej kalkulacji również występowały, ale miały charakter incydentalny, co zdaje się potwierdzać odczyt dla 4Q. W kolejnych latach również **nie oczekujemy utrzymania takiej premii w realizowanej marży w kolejnych okresach**. Nie można jednak zapominać, że w tym wypadku pozytywnego odchylenia może nadal dostarczać elektrociepłownia gazowa we Włocławku, gdyż zakładamy ponowny spadek średnich kosztów tego paliwa w 2020 roku.

Zrealizowana marża EBITDA w USD/tonę (bez PTA i Anwilu) na tle benchmarku

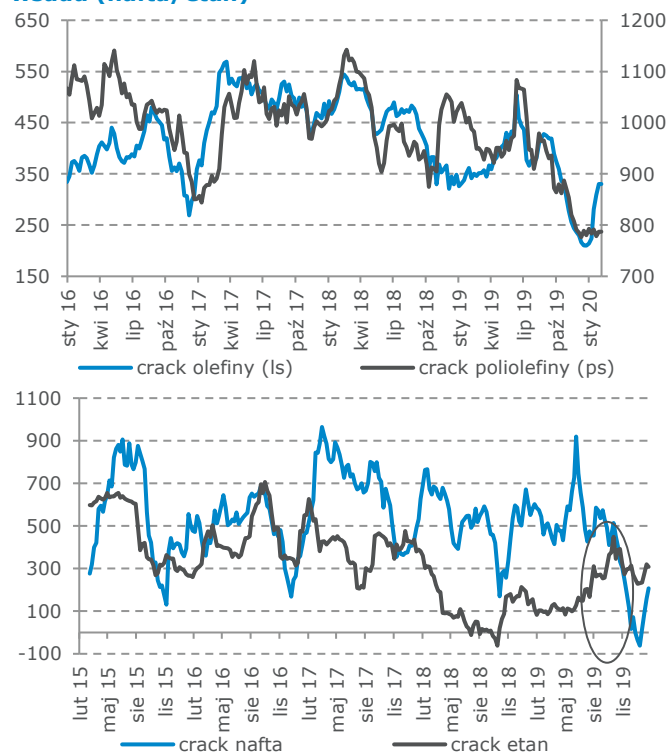


Źródło: Bloomberg, PKN Orlen, szacunki mBanku

W ostatnich miesiącach obserwujemy już wyraźne osłabienie się modelowych marż petrochemicznych (dobrze odzwierciedlił to już wynik 4Q'19), co wpisuje się w nasz średnioterminowy scenariusz cyklicznego pogorszenia koniunktury wraz z uruchamianiem nowych mocy wytwórczych w USA i Chinach. W tym kontekście, **w przyszłym roku zakładamy znacznie mniej korzystne otoczenie makro dla segmentu**. Bieżące bardzo niskie odczyty benchmarków skłoniły nas **do kolejnej, choć już nieznacznej, rewizji dotychczasowych i tak konserwatywnych szacunków dla poliolefin o 3%, a dla PTA o 5%**. W powyższym scenariuszu oczekujemy spadku EBITDA segmentu z ubiegłorocznych 2,4 mld PLN do

1,8 mld PLN w 2020 r. i 1,6 mld PLN w 2021 roku. Te kalkulacje uwzględniają **uruchomienie instalacji PE3** (netto +150 tys. ton produktu) do końca tego kwartału (modelowa kontrybucja EBITDA rządu 0,3 mld PLN przy średnioterminowym poziomie marż na polietylenie). Efekty budowanej obecnie **instalacji nawozowej** uwzględniamy dopiero od połowy 2022 roku (rocznie 250 mln PLN po zwiększeniu mocy o 495 tys. ton z obecnych 960 tys. ton).

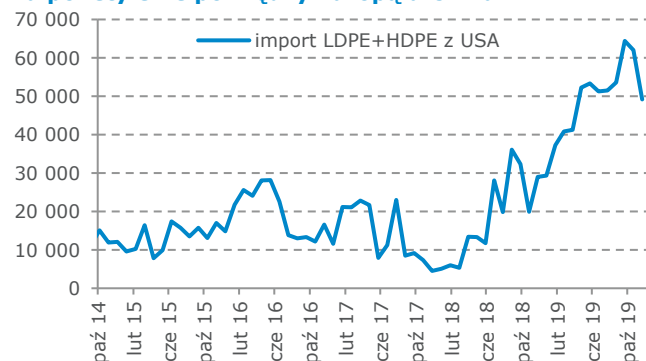
Modelowa marża na olefinach i poliolefinach w USD/t i relacja marż na etylenie w zależności od wsadu (nafta/etan)

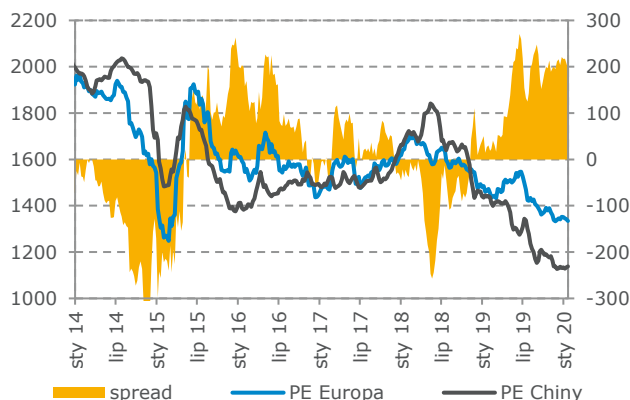


Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

Obserwowana od miesięcy presja na rentowność w petrochemii to pochodna uruchamiania nowych mocy, taniego gazu dla steam crackerów etanowych (**kolejne rekordy wolumenowe na imporcie amerykańskiego PE do Europy**) oraz osłabienia dynamiki popytu. Dla europejskich benchmarków dodatkowym zagrożeniem jest wyraźne odchylenie cen polietylenu od poziomów azjatyckich (poniższy wykres). Ewentualna konwergencja może sprowadzić kolejną falę spadku rentowności. Problemem jest też **utrata przewagi kosztowej nafta vs etan** (wykres powyżej).

Import polietylenu do Europy z USA i spread cenowy na polietylenie pomiędzy Europą a Chinami



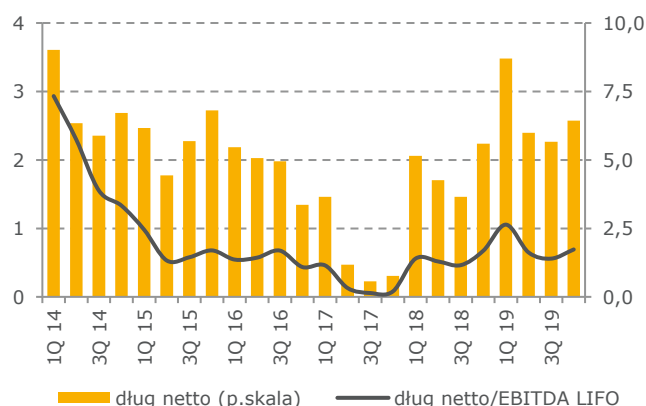


Źródło: Eurostat, szacunki mBanku

Sytuacja bilansowa i prognozy capex

Dług netto Orlenu na koniec grudnia 2019 roku wyniósł **6,4 mld PLN**, co oznacza wzrost o 0,8 mld PLN w stosunku do zamknięcia 2018 roku. Przypominamy jednak, że ta kwota uwzględnia księgowo zwiększenie zadłużenia z uwagi na **efekt wdrożenia MSSF16** (4,0 mld PLN z tytułu leasingu). Bez tej zmiany standardów dług netto koncernu zmniejszyłby się w tym okresie o 3,1 mld PLN. **Wskaźnik dług netto do EBITDA bez leasingów wynosiłby 0,26x** (LTM), ale nie można zapominać, że zmiana standardów rachunkowości wpływa również na poziom zysku EBITDA (~0,6 mld PLN w skali roku) i należy kalkulować wskaźnik **DN/EBITDA wg MSSF16 (0,7x)**.

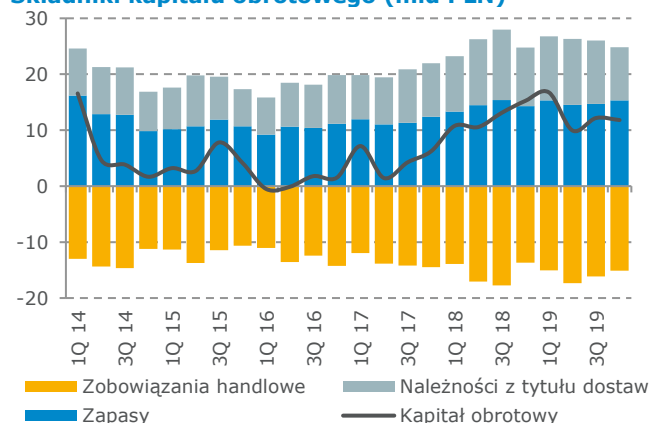
Dług netto (mld PLN) w relacji do EBITDA



Źródło: PKN Orlen, szacunki mBanku

Spadek skorygowanego zadłużenia to efekt **bardzo mocnych przepływów pieniężnych z operacji**, które sięgnęły aż 9,3 mld PLN (100% EBITDA LIFO) vs. 5,0 mld PLN rok wcześniej (60% EBITDA LIFO). Obok poprawy wyników (+0,9 mld PLN), **wsparcie dla generacji gotówki były zmiany w kapitale obrotowym**, które w wyniosły +0,9 mld PLN (rok temu -3 mld PLN). Odmrożenie gotówki było możliwe dzięki obniżeniu cyklu należności oraz wzrostowi zobowiązań handlowych i inwestycyjnych (w tym leasing). W tym roku główną determinantą zmian w kapitale pracującym będzie planowany skokowy wzrost capex, który zapewne zaowocuje wzrostem zobowiązań (~1 mld PLN). W związku z tym również oczekujemy pozytywnej kontrybucji linii WC do przepływów z operacji.

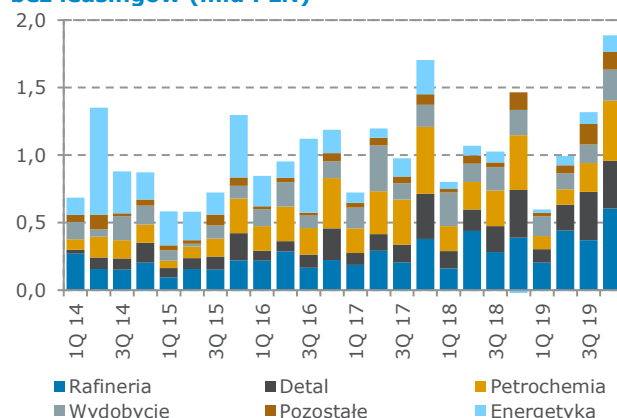
Składniki kapitału obrotowego (mld PLN)



Źródło: PKN Orlen, szacunki mBanku

Nakłady inwestycyjne w rachunku przepływów wyniosły w ubiegłym roku 4,45 mld PLN (podobnie jak przed rokiem), co oznacza niewykonanie całorocznej prognozy Zarządu na poziomie 5 mld PLN. Niemniej jednak Spółka zmieniła w 4Q metodologię prezentacji wydatków inwestycyjnych, uwzględniając na tej pozycji leasingi zgodnie z MSSF16 (wydatki te pojawiają się w CF finansowym). Przy takim podejściu raportowany capex wyniósłby 5,4 mld PLN (1 mld PLN w umowach leasingowych). Plan wydatków ogłoszony na rok 2020 na poziomie 7,7 mld PLN również uwzględnia wydatki leasingowe i dlatego porównując go do naszych szacunków należy skorygować tę wartość do około 6,7 mld PLN. Sygnalizowany przez Zarząd znaczny wzrost r/r to z jednej strony zwiększenie nakładów odtworzeniowych o 1,2 mld PLN, a z drugiej uwzględnienie planowanych inwestycji rozwojowych. W naszym modelu bierzemy pod uwagę tylko zdefiniowane już projekty, więc pod tym względem w prezentacji nie pojawiło się nic nowego. Niemniej jednak oczekiwany **bardzo wyraźny wzrost wydatków odtworzeniowych skłania nas do rewizji na linii capex 2020 do 6,7 mld PLN**. Traktujemy to jednak jako sytuację jednorazową (dostosowanie do regulacji i wzmożone remonty) i w kolejnych latach wracamy do dotychczasowego poziomu nakładów na utrzymanie majątku.

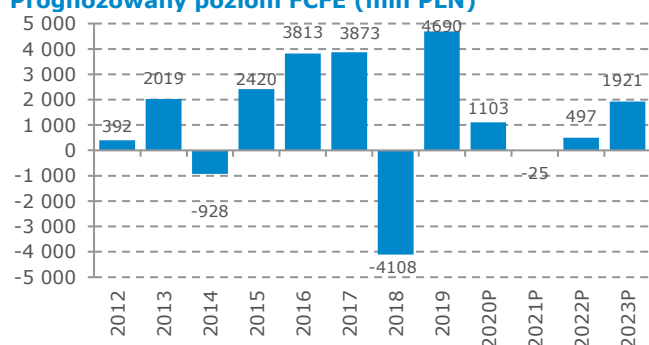
Kwartałne wydatki inwestycyjne według segmentów bez leasingów (mld PLN)



Źródło: PKN Orlen, szacunki mBanku

Przypominamy, że w naszych prognozach **średniorocznych wydatków 2020-22 na poziomie 6,2 mld PLN** znalazły się m.in. następujące przedsięwzięcia: instalacja nawozowa (1,3 mld PLN do połowy 2022 roku), instalacja glikolu (0,4 mld PLN do końca 2021 roku), instalacja bioetanolu (0,6 mld PLN do końca 2022 roku), instalacja visbreakingu w Płocku (1 mld PLN do końca 2022 roku) oraz instalacja HC w Możejkach (1,5 mld PLN do 3Q'2023). Potencjalnie możemy jednak uzupełnić te założenia w kolejnych kwartałach, gdyż spodziewamy się doprecyzowania planów ekspansji w petrochemii (Zarząd zapowiedział na ten rok aktualizację strategii). Przypominamy, że Orlen planuje wydać do 2023 roku 8,3 mld PLN na trzy kluczowe projekty: budowa kompleksu pochodnych aromatów, rozbudowa kompleksu olefin, rozbudowa zdolności produkcyjnych fenolu. Nowe instalacje mają według Spółki dodać 1,5 mld PLN EBITDA.

Prognozowany poziom FCFE (mln PLN)



Źródło: PKN Orlen, szacunki mBanku

W bazowym scenariuszu (bez nowych projektów/akwizycji) **Orlen ze względu na siłę bilansu będzie w stanie utrzymać politykę wypłaty dywidendy** na poziomie zbliżonym do wypłaty tegorocznej, choć zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (zakładany wzrost cen ropy) i oczekiwane pogorszenie wyników osłabi strumień FCF w najbliższych latach. **Nie można jednak wykluczyć, że w scenariuszu przejęcia Lotosu** w 2020 roku (pakiet 66% gdańskiego koncernu jest dziś wyceniany na 9,4 mld PLN) i **Energi** (100% akcji warte dzisiaj niecałe 3 mld PLN), ze względu na obciążenie bilansu, **Zarząd podejmie decyzję o niższej wypłacie bądź jej braku.**

Przejęcie Grupy Lotos- aktualizacja

PKN poinformował, że złożył już do KE pakiet wymaganych dokumentów i spodziewa się w najbliższych dniach zniesienia mechanizmu „stop the clock” ogłoszonego 20 września. Jeśli tak się stanie, to europejscy urzędnicy będą mieli czas na przeprowadzenie testu rynkowego i ostateczną decyzję w sprawie fuzji PKN/LTS do końca maja. Na ten moment niewiele więcej można powiedzieć na temat procesu i ewentualnej zbieżności/rozbieżności stanowisk KE i Orlenu jeśli chodzi o proponowane środki zaradcze. Poniżej prezentujemy zaktualizowane kalkulacje EV/EBITDA dla połączonego podmiotu przy założeniu przejęcia 66% akcji Lotosu za gotówkę i pełnej konsolidacji od stycznia 2020 r. W kolumnach przedstawiliśmy 2 warianty: 1) w oparciu o nasze konserwatywne prognozy EBITDA oraz 2) w oparciu o aktualny konsensus rynkowy. **Na bazie naszych prognoz bieżąca waluacja połączonego podmiotu**, po uwzględnieniu szacowanych efektów synergii (nasze szacunki na poziomie 750 mln PLN przedstawialiśmy bardziej szczegółowo we wcześniejszych publikacjach), **plasuje się poniżej 5-letniej średniej** dla PKN (5,4x). Warto jednak zwrócić uwagę na moment cyklu w jakim się znajdujemy oraz kwestię profilu biznesowego Lotosu (30% udział segmentu wydobywczego).

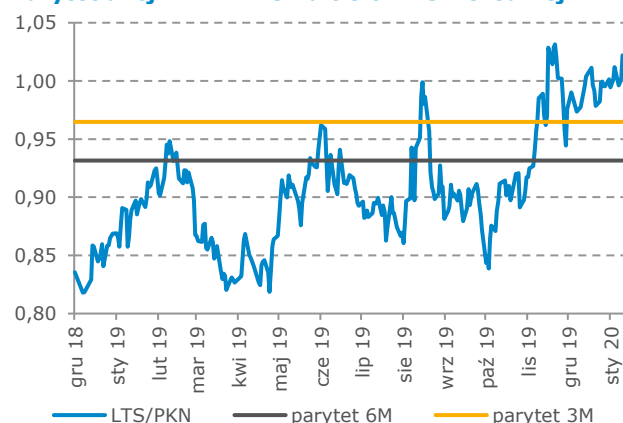
EV/EBITDA* pro forma dla PKN+Lotos

	mBank	BBG konsensus
EV w mln PLN	56 205	53 195
EBITDA LIFO w mln PLN	11 050	12 665
EV/EBITDA LIFO	5,1	4,2
EBITDA LIFO + synergie	11 800	13 415
EV/EBITDA LIFO	4,8	4,0

*EV uwzględnia zakup 66% akcji Lotos i rynkową wartość kapitałów mniejszości
Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

Analiza poniższego wykresu wskazuje, że rynek z dość dużym prawdopodobieństwem zakłada realizację scenariusza przejęcia Lotosu. Modelowy parytet na poziomie 3M/6M średniej ważonej wolumenem stał się punktem odniesienia, do którego po okresowych odchyleniach notowania obydwu spółek zdają się wracać. W ostatnich tygodniach kurs Lotosu zaczął odklejać się od Orlenu na plus (5-9% od 3M/6M parytetu). Oczywiście ma to uzasadnienie w fakcie, że to Orlen jest w tym wypadku kupującym (naszym zdaniem na szczycie cyklu), ale należy pamiętać jednocześnie, że transakcja nie jest jeszcze przesądzona, a wyniki Lotosu za 4Q/1Q mogą być rozczarowujące (rynek ma bardzo wygórowane oczekiwania co do kontrybucji instalacji DCU).

Parytet akcji PKN i LTS na tle 6M i 3M średniej VWAP



Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

Wezwanie na akcje Grupy Energa

Zapisy w wezwaniu Orlenu na 100% akcji Energi rozpoczęły się 31 stycznia i potrwają do 9 kwietnia. Zarząd Energi opublikował ostatnio swoje stanowisko w sprawie oferowanej ceny (7 PLN), w którym stwierdził że mieści się ona w przedziale wartości godziwej szacowanej przez doradcę (Deloitte). Ta deklaracja nieco chłodzi nasze oczekiwania dotyczące konieczności podwyższenia ceny w wezwaniu (nasza waluacja Energi to 11,67 PLN za akcję), ale nie wyklucza takiego scenariusza (decydujące będzie zdanie Ministerstwa Aktywów Państwowych). Przypominamy, że **EBITDA Energi jest generowana w 75% z segmentu dystrybucji**, a Wartość Regulacyjna Aktywów w tym obszarze to prawie 13 mld PLN (implikowane **EV przy cenie 7 PLN to tylko 63% WRA**). Dodatkowo około 0,2 mld PLN rocznie spółka generuje z segmentu OZE. Oczywiście dzisiejsza wycena rynkowa Energi (bliska historycznego minimum) jest pochodną zaangażowania koncernu w wątpliwe inwestycje węglowe (Ostrołęka C, 16% pakiet w PGG), ale ostatnie wypowiedzi członków rządu sugerują, że dyskutowana jest rezygnacja z budowy elektrowni węglowej i Orlen również swój sceptycyzm na temat tego projektu wyrażał na konferencji dla inwestorów. W tym kontekście jeśli Orlenowi udałoby się

przejąć kontrolę nad Energa po 7 PLN za akcję, to naszym zdaniem taka **transakcja wygenerowałaby pozytywną wartość dla akcjonariuszy rządu 4 PLN/akcję**. Wynikałaby ona nie z faktu spodziewanych synergii (tu jesteśmy dość sceptyczni), ale z okazji ceny nabycia. Warto jednak mieć na uwadze, że nasze nastawienie do polskiego sektora energetycznego nie jest konsensusowe i obecnie **rynek przykłada coraz większe dyskonto za węglowy profil spółek**. W tym kontekście Orlen przejmując Energa i wydzielając obecnie posiadane aktywa energetyczne (1,6 mld PLN EBITDA w 2019) może narazić się na **ryzyko de-ratingu**, co zresztą było odzwierciedlone już w reakcji na komunikat o wezwaniu. Poniżej prezentujemy kluczowe dane finansowe Energi wraz ze wskaźnikami implikowanymi przez cenę z wezwania Orlenu.

Wyniki finansowe i wskaźniki dla Grupy Energa przy cenie akcji 7 PLN

(mln PLN)	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	2 039	2 228	2 132	2 147
dystrybucja	1 704	1 642	1 676	1 623
OZE	191	225	257	238
obrót	77	324	191	194
pozostałe	67	37	8	92
EV/EBITDA	3,9	3,6	4,2	4,4
dług netto	4 441	5 111	5 969	6 610
DN/EBITDA	2,4	2,3	2,8	3,1
WRA	12 231	12 729	13 118	13 479
EV/WRA	61%	63%	68%	71%

Źródło: szacunki mBanku

Wycena

Wartość PKN Orlen szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji PKN Orlen szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 68,03 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	60,57
Wycena DCF	50%	67,42
	cena wynikowa	63,99
	cena docelowa za 9 m-cy	68,03

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec stycznia 2020 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2019 roku wraz z wartością zobowiązań leasingowych na 4 mld PLN.
- W modelu uwzględniamy przedstawione w poprzednim rozdziale założenia makroekonomiczne.

- W roku 2029 amortyzacja jest niższa niż CAPEX, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 4,7 mld PLN.
- Przy obliczaniu FCFTV do wartości rezydualnej przyjmujemy poziom sprzedaży oraz marżę EBITDA z roku 2029.
- Po roku 2029 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%, współczynnik beta na poziomie 1,0.

Dodatkowe założenia:

(USD/bbl)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
ropa Brent	71,2	64,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
ropa Ural	69,7	63,1	63,5	68,5	73,5	73,5	73,5	73,5	73,5	73,5	73,5	73,5
dyferencjał Ural-Brent	1,5	0,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
marża benchmarkowa PKN	4,9	5,4	4,0	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5

Przerób ropy w mln ton

Orlen	16,1	16,5	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1
Unipetrol	7,6	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Możejki	9,7	9,5	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8

Produkcja petrochemiczna w tys. ton	3616	3781	3781	3781	3781	3781	3781	3781	3781	3781	3781	3781
-------------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Chemia i petrochemia

Marża PVC w EUR/t	515	536	514	514	514	514	514	514	514	514	514	514
Marża olefiny w USD/t	447	359	301	295	306	306	306	306	306	306	306	306
Marża HDPE+LDPE USD/t	1035	954	728	652	648	648	648	648	648	648	648	648
Marża PP USD/t	1062	977	910	956	947	947	947	947	947	947	947	947
Marża PTA w USD/t	167	217	149	146	151	151	151	151	151	151	151	151

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
kurs USD/PLN	3,60	3,84	3,72	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
kurs EUR/PLN	4,26	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30

Model DCF

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2029+
Przychody ze sprzedaży	107 104	111 401	119 322	119 736	120 214	120 662	121 114	121 571	122 032	122 500	122 500
zmiana	-3,7%	4,0%	7,1%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,0%
EBITDA	7 579,4	7 703,7	8 201,5	8 170,0	8 506,7	8 520,9	8 535,4	8 556,3	8 571,5	8 588,3	8 588,3
marża EBITDA	7,1%	6,9%	6,9%	6,8%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Amortyzacja	3 751,0	3 954,5	4 443,4	4 675,4	4 402,8	4 377,1	4 397,5	4 438,4	4 517,4	4 626,4	4 700,0
EBIT	3 828,4	3 749,2	3 758,1	3 494,6	4 103,9	4 143,8	4 137,8	4 117,9	4 054,1	3 962,0	3 888,3
marża EBIT	3,6%	3,4%	3,1%	2,9%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%
Opodatkowanie EBIT	727,4	712,4	714,0	664,0	779,7	787,3	786,2	782,4	770,3	752,8	738,8
NOPLAT	3 101,0	3 036,9	3 044,1	2 830,6	3 324,2	3 356,5	3 351,7	3 335,5	3 283,8	3 209,2	3 149,6
CAPEX	-6 675	-6 075	-5 975	-5 075	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700
Kapitał obrotowy	1 019	-829	-877	-365	-186	-49	-50	-50	-51	-51	-51
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	1 196	87	635	2 066	2 841	2 984	3 000	3 024	3 051	3 084	3 098
WACC	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	3,2%	8,0%
współczynnik dyskonta	93,2%	86,5%	80,3%	74,5%	68,9%	63,8%	59,1%	54,7%	50,6%	49,1%	49,1%
PV FCF	1 116	75	510	1 538	1 959	1 905	1 772	1 654	1 545	1 514	
WACC	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	3,2%	8,0%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	11,7%	14,4%	15,4%	14,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	110,0%	10,0%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%
Wartość rezydualna (TV)	44 169
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	21 683
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	13 588
Dług netto	6 437
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy	28 834
Liczba akcji (mln)	427,7
Ostateczna wartość firmy na akcję (PLN)	67,4
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	71,7
EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej	4,9
P/E('20) dla ceny docelowej	10,5
Udział TV w EV	58%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	59,7	64,9	71,7	80,6	93,2
WACC +0,5 p.p.	62,2	68,1	75,8	86,3	101,5
WACC	64,9	71,7	80,6	93,2	111,9
WACC -0,5 p.p.	68,1	75,8	86,3	101,5	125,3
WACC -1,0 p.p.	71,7	80,6	93,2	111,9	143,2

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2019-2021 (obniżamy wagę dla historycznego już roku 2019) dla dwóch osobnych grup porównawczych. W pierwszej grupie spółek uwzględniliśmy regionalne spółki rafineryjne. Do drugiej grupy wybraliśmy z kolei globalne koncerny zajmujące się produkcją petrochemiczną. Wyceny tych podmiotów dobrze oddają poziom ryzyka operacyjnego przypisany do tych rodzajów działalności. Dla obydwu kategorii wagi przyjęliśmy według udziału segmentów w EBITDA. Na podstawie tych szacunków implikowana wycena wskaźnikowa PKN Orlen wynosi 60,57 PLN na akcję.

(PLN)	waga	cena
Spółki rafineryjne	75%	53,75
Spółki petrochemiczne	25%	81,05
wycena porównawcza		60,57

Analiza porównawcza (spółki rafineryjne)

Spółki rafineryjne	Cena	P/E					EV/EBITDA			
		2018	2019P	2020P	2021P	2018	2019P	2020P	2021P	
GRUPA LOTOS	76,9	9,0	12,5	8,9	9,9	5,2	5,7	4,8	4,6	
HELLENIC PETROLEUM	7,9	8,1	11,5	7,0	6,7	5,5	6,8	5,6	5,7	
MOL	2580,0	6,1	8,1	7,4	6,8	3,4	3,9	4,4	4,0	
MOTOR OIL	19,2	6,9	8,5	6,4	7,2	4,3	5,2	4,4	4,7	
NESTE OYJ	35,9	25,3	19,7	19,0	17,1	15,1	12,4	12,6	11,5	
OMV	45,0	9,4	8,7	8,4	7,9	4,8	4,4	4,3	4,1	
OMV PETROM	0,4	6,5	6,6	8,4	8,2	2,4	2,5	2,7	2,6	
SARAS	1,2	10,3	12,8	4,7	7,0	3,2	3,3	2,2	2,9	
TUPRAS	112,6	8,1	20,8	6,5	5,9	4,6	8,5	5,0	4,8	
Maksimum		25,3	20,8	19,0	17,1	15,1	12,4	12,6	11,5	
Minimum		6,1	6,6	4,7	5,9	2,4	2,5	2,2	2,6	
Mediana		8,1	11,5	7,4	7,2	4,6	5,2	4,4	4,6	
PKN ORLEN	75,7	6,3	7,2	11,1	11,5	4,5	4,2	5,1	5,6	
(premia / dyskonto)		-22%	-38%	51%	60%	-1%	-20%	16%	24%	
Implikowana wycena										
Mediana		8,1	11,5	7,4	7,2	4,6	5,2	4,4	4,6	
Waga wskaźnika		50,0%				50,0%				
Waga roku		0,0%	10,0%	40,0%	40,0%	0,0%	10,0%	40,0%	40,0%	
Wartość firmy na akcję (PLN)	53,7									

Analiza porównawcza (spółki petrochemiczne)

Spółki petrochemiczne	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2018	2019P	2020P	2021P	2018	2019P	2020P	2021P
BRASKEM	31,6	7,7	444,4	-	87,6	5,1	7,6	8,2	7,3
DOWDUPONT	46,1	-	13,2	13,0	10,8	-	7,1	7,0	6,5
EASTMAN CHEMICAL	71,3	8,5	10,1	9,4	8,5	6,7	7,6	7,5	7,3
FORMOSA PLASTICS	93,1	11,8	13,9	13,5	13,3	16,1	18,4	16,5	14,7
HUNTSMAN	20,6	6,3	12,1	10,9	9,1	4,9	7,9	8,1	7,4
LOTTE CHEMICAL	188500	3,7	7,6	7,4	6,4	2,9	4,3	4,5	4,1
LYONDELLBASELL	77,9	6,7	7,8	7,0	6,4	5,4	6,5	6,2	5,8
mitsubishi chemical	793,1	5,7	5,9	8,7	8,8	6,1	6,4	7,1	6,9
MITSUI CHEMICALS	2430,0	6,4	6,0	12,1	8,9	6,0	6,3	7,3	6,7
PETRONAS	6,2	10,5	14,6	13,6	12,7	5,8	7,6	7,0	6,6
WESTLAKE CHEMICAL	61,2	7,2	16,4	13,9	12,8	4,9	7,3	6,7	6,5
Maksimum		11,8	444,4	13,9	87,6	16,1	18,4	16,5	14,7
Minimum		3,7	5,9	7,0	6,4	2,9	4,3	4,5	4,1
Mediana		7,0	12,1	11,5	9,1	5,6	7,3	7,1	6,7
PKN ORLEN	75,7	6,3	7,2	11,1	11,5	4,5	4,2	5,1	5,6
(premia / dyskonto)		-10%	-40%	-3%	26%	-19%	-43%	-28%	-15%
Implikowana wycena									
Mediana		7,0	12,1	11,5	9,1	5,6	7,3	7,1	6,7
Waga wskaźnika				50,0%				50,0%	
Waga roku		0,0%	10,0%	40,0%	40,0%	0,0%	10,0%	40,0%	40,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)	81,0								

Rachunek wyników

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	79 553	95 364	109 706	111 203	107 104	111 401	119 322
zmiana	-9,9%	19,9%	15,0%	1,4%	-3,7%	4,0%	7,1%
EBITDA	9 642,0	11 078,0	9 888,0	9 068,0	7 579,4	7 703,7	8 201,5
Refineria	5 375,0	5 889,0	4 992,6	3 735,5	2 565,2	2 944,4	3 427,2
w tym efekt LIFO	86,0	788,0	860,0	-148,0	-81,4	450,0	450,0
Detal	1 794,0	2 038,0	2 767,0	3 023,0	3 064,8	3 110,0	3 156,3
Petrochemia	3 035,0	3 483,0	2 402,0	2 393,0	1 816,4	1 567,8	1 670,2
w tym efekt LIFO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Energetyka*	0,0	129,2	188,4	599,5	749,6	742,1	571,2
Wydobycie	182,0	153,0	287,0	209,0	364,4	418,6	488,1
Funkcje korporacyjne	-744,0	-614,2	-749,0	-892,0	-980,9	-1 079,0	-1 111,4
EBITDA LIFO oczyszczona	7 668,0	9 581,2	8 392,0	9 312,0	7 660,8	7 253,7	7 751,5
EBIT	7 532,0	8 657,0	7 215,0	5 562,0	3 828,4	3 749,2	3 758,1
Wynik na działalności finansowej	-645,0	60,0	-104,0	-11,0	-239,2	-262,5	-294,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	-1,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Zysk brutto	6 887,0	8 717,0	7 110,0	5 549,0	3 587,3	3 484,8	3 461,6
Podatek dochodowy	1 147,0	1 544,0	1 506,0	1 062,0	681,6	662,1	657,7
Udziałowcy mniejszościowi	479,0	518,0	48,0	-2,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	5 261,0	6 655,0	5 556,0	4 489,0	2 905,7	2 822,7	2 803,9
zmiana	85,4%	26,5%	-16,5%	-19,2%	-35,3%	-2,9%	-0,7%
marża	6,6%	7,0%	5,1%	4,0%	2,7%	2,5%	2,3%
Amortyzacja	2 110,0	2 421,0	2 673,0	3 506,0	3 751,0	3 954,5	4 443,4
EBITDA	9 642,0	11 078,0	9 888,0	9 068,0	7 579,4	7 703,7	8 201,5
zmiana	54,6%	14,9%	-10,7%	-8,3%	-16,4%	1,6%	6,5%
marża EBITDA	12,1%	11,6%	9,0%	8,2%	7,1%	6,9%	6,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7
EPS	12,3	15,6	13,0	10,5	6,8	6,6	6,6
CEPS	17,2	21,2	19,2	18,7	15,6	15,8	16,9
ROAE	21,5%	22,6%	16,4%	12,0%	7,4%	6,9%	6,6%
ROAA	10,1%	11,5%	8,9%	6,6%	4,0%	3,8%	3,6%

*segm. energetyczny obejmuje CCGT Płock i Włocławek wyłączone na potrzeby prezentacji z rafinerii i petrochemii

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	55 559,0	60 664,0	64 141,0	71 376,0	73 261,1	76 782,9	80 578,2
Majątek trwały	30 321,0	31 740,0	33 932,0	39 199,0	42 123,0	44 243,5	45 775,0
Rzeczowe aktywa trwałe	27 671,0	29 071,0	31 390,0	32 351,0	35 243,8	37 413,9	38 954,9
Wartości niematerialne i prawne	1 377,0	1 272,0	1 323,0	1 600,0	1 631,2	1 581,6	1 572,1
Udziały w innych podmiotach	763,0	715,0	650,0	678,0	678,0	678,0	678,0
Pozostałe aktywa trwałe	510,0	682,0	569,0	4 570,0	4 570,0	4 570,0	4 570,0
Majątek obrotowy	25 238,0	28 924,0	30 209,0	32 177,0	31 138,1	32 539,4	34 803,2
Zapasy	11 182,0	12 440,0	14 362,0	15 324,0	14 879,3	15 657,8	16 773,2
Należności krótkoterminowe	8 553,0	9 518,0	10 479,0	9 669,0	9 312,6	9 686,2	10 374,9
Pozostałe aktywa obrotowe	431,0	722,0	1 176,0	1 025,0	1 025,0	1 025,0	1 025,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	5 072,0	6 244,0	4 192,0	6 159,0	5 921,2	6 170,5	6 630,1
PASYWA	55 559,0	60 664,0	64 141,0	71 376,0	73 261,1	76 782,9	80 578,2
Kapitał własny	26 763,0	32 197,0	35 727,0	38 785,0	40 195,7	41 523,4	43 059,0
Kapitał akcyjny	1 058,0	1 058,0	1 058,0	1 058,0	1 058,0	1 058,0	1 058,0
Pozostałe kapitały własne	25 705,0	31 139,0	34 669,0	37 727,0	39 137,7	40 465,4	42 001,0
Kapitał mniejszości	2 522,0	3 014,0	12,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Zobowiązania długoterminowe	9 652,0	9 071,0	11 506,0	14 341,0	13 939,2	15 582,7	16 752,9
Pożyczki i kredyty	7 446,0	6 688,0	8 598,0	11 556,0	11 154,2	12 797,7	13 967,9
Pozostałe	2 206,0	2 383,0	2 908,0	2 785,0	2 785,0	2 785,0	2 785,0
Zobowiązania krótkoterminowe	16 622,0	16 382,0	16 896,0	18 239,0	19 115,2	19 665,8	20 755,3
Pożyczki i kredyty	989,0	317,0	1 193,0	1 040,0	1 697,9	1 926,0	2 088,4
Zobowiązania handlowe	13 591,0	14 469,0	13 697,0	15 125,0	15 343,3	15 665,8	16 592,9
Pozostałe	2 042,0	1 596,0	2 006,0	2 074,0	2 074,0	2 074,0	2 074,0
Dług	8 435,0	7 005,0	9 791,0	12 596,0	12 852,1	14 723,7	16 056,2
Dług netto	3 363,0	761,0	5 599,0	6 437,0	6 930,9	8 553,2	9 426,2
(Dług netto / Kapitał własny)	12,6%	2,4%	15,7%	16,6%	17,2%	20,6%	21,9%
(Dług netto / EBITDA)	0,3	0,1	0,6	0,7	0,9	1,1	1,1
BVPS	62,6	75,3	83,5	90,7	94,0	97,1	100,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	9 331,0	8 050,0	4 980,0	9 319,0	7 917,2	6 212,2	6 666,8
Zysk netto	5 740,0	7 173,0	5 604,0	4 487,0	2 905,7	2 822,7	2 803,9
Amortyzacja	2 110,0	2 421,0	2 673,0	3 506,0	3 751,0	3 954,5	4 443,4
Kapitał obrotowy	816,0	-1 967,0	-3 059,0	925,0	1 019,3	-829,5	-877,1
Pozostałe	665,0	423,0	-238,0	401,0	241,2	264,5	296,5
Przepływy inwestycyjne	-4 436,0	-3 925,0	-3 798,0	-3 994,0	-6 675,0	-6 075,0	-5 975,0
CAPEX	-5 033,0	-4 039,0	-4 454,0	-4 450,0	-6 675,0	-6 075,0	-5 975,0
Inwestycje kapitałowe	-2,0	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	599,0	117,0	656,0	456,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-2 210,0	-2 832,1	-3 237,0	-3 363,0	-1 480,0	112,1	-232,2
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-1 099,0	-1 182,0	2 535,0	-1 111,0	256,1	1 871,6	1 332,5
Dywidenda (buy-back)	-912,0	-1 283,1	-1 283,0	-1 497,0	-1 497,0	-1 497,0	-1 270,2
Pozostałe	-199,0	-367,0	-4489,0	-755,0	-239,2	-262,5	-294,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	2 685,0	1 292,9	-2 055,0	1 962,0	-237,8	249,3	459,6
Środki pieniężne na koniec okresu	5 072,3	6 244,2	4 192,2	6 159,2	5 921,3	6 170,6	6 630,2
DPS (PLN)	2,13	3,00	3,00	3,50	3,50	3,50	2,97
FCF	4 276,0	3 525,0	869,0	4 481,0	1 242,2	137,2	691,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	6,3%	4,2%	4,1%	4,0%	6,2%	5,5%	5,0%

Wskaźniki rynkowe

	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	6,2	4,9	5,8	7,2	11,1	11,5	11,5
P/CE	4,4	3,6	3,9	4,0	4,9	4,8	4,5
P/BV	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
P/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
FCF/EV	11,2%	9,8%	2,3%	11,5%	3,2%	0,3%	1,7%
EV/EBITDA	4,0	3,3	3,8	4,3	5,2	5,3	5,1
EV/EBIT	5,1	4,2	5,3	7,0	10,3	10,9	11,1
EV/S	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
DYield	2,8%	4,0%	4,0%	4,6%	4,6%	4,6%	3,9%
Cena (PLN)	75,66	75,66	75,66	75,66	75,66	75,66	75,66
Liczba akcji na koniec roku skor. (mln)	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7
MC (mln PLN)	32 360	32 360	32 360	32 360	32 360	32 360	32 360
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	2 522	3 014	12	11	11	11	11
EV (mln PLN)	38 245	36 135	37 971	38 808	39 302	40 925	41 798

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:

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 mBanku.

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

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.

Rzeczliwość, 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.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**PKN Orient**

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.kluszcz@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