



wtorek, 26 marca 2024 | raport analityczny

Spółki Paliwowe, CEE

Polska, Węgry

Niskie wyceny i korzystne fundamenty

Podtrzymujemy pozytywne podejście do spółek paliwowych z regionu CEE, który oferuje atrakcyjne naszym zdaniem wyceny (EV/EBITDA 20% poniżej 4-letnich średnich) przy wspierającym otoczeniu rynkowym.

Wśród głównych sprzyjających branży czynników można wymienić ceny ropy naftowej (oczekujemy, że w 2024-25 r. – przy mocnym popycie i ograniczonej podaży – śr. cena ropy Brent wyniesie 90 USD) oraz wysokie marże rafineryjne (w tym dyskonta na frakcjach ciężkich). Branża petrochemiczna przechodzi obecnie trudny okres, ale najgorsze ma już raczej za sobą, a przed sobą potencjał do pozytywnych zaskoczeń. Z drugiej strony zakładamy, że obserwowany obecnie spadek cen gazu okaże się trwałym trendem i dlatego obniżyliśmy nasze optymistyczne prognozy cen na lata 2024-26 o 30% (długoterminowa prognoza pozostaje na poziomie 20 EUR/MWh).

Podtrzymujemy rekomendacje kupna dla MOL i Orlen, nieznacznie korygując ceny docelowe. Rozpoczynamy pokrycie analityczne Grupy Unimot z ceną docelową 172,96 PLN i zaleceniem kupuj.

Optymistyczne perspektywy dla rynku ropy

Podtrzymujemy, że w 2024-25 r. średnia cena baryłki ropy Brent wyniesie 90 USD. Argumentujemy to tym, że światowe zapasy ropy są obecnie bliskie historycznych minimów (zapasy OECD są już na najniższym poziomie od 16 m-cy i do końca roku mają jeszcze spaść o 100 mln baryłek), a jednocześnie widać potencjał wzrostu popytu (prognozy wzrostu wahają się od 1,3 do 2,2 mln baryłek dziennie, ale są bardziej odchylone w dół, jak w 2023 r.). Od początku roku pojawiły się pozytywne zaskoczenia i korekty w górę ze strony IEA).

Podaż po zwiększonych wolumenach w 2023 r. może w tym roku rozczarować przez geopolitykę (możliwe zaostrenie sankcji wobec Rosji, Iranu i Wenezueli). OPEC+ może odzyskać moc dyktowania cen już w II połowie 2024 r.

Gaz: czas obniżyć zbyt optymistyczne prognozy

Ceny gazu na rynku europejskim po gwałtownym wzroście w 2022 r. powróciły do przedwojennych poziomów. Normalizacja na niższych poziomach była oczekiwana, ale rynek (w tym my) zdecydowanie nie doszacował jej skali i tempa.

Nadal oczekujemy, że fundamenty rynkowe poprawią się wraz z ożywieniem popytu w Europie i w Chinach, ale nasze poprzednie założenia cenowe były zbyt optymistyczne. Stąd założenia dot. cen TTF na 2024-26 r. obniżyliśmy średnio o 30%, ale długoterminową prognozę pozostawiamy bez zmian. Nasz scenariusz bazowy jest obecnie mniej więcej zgodny z 3-letnią krzywą terminową i bardziej konserwatywny w dłuższej perspektywie.

Rafinerie: marże pozostaną wyżej na dłużej

Nadal oczekujemy, że marże dłużej pozostaną na wyższych poziomach. Ostatnie ich wzrosty implikują konieczność korekty w górę szacunków na 2024-26 średnio o 8%.

W długim terminie nadal obowiązuje scenariusz stopniowej normalizacji, z osiągnięciem w 2027 r. 10-letniej średniej. Głównymi czynnikami kształtującymi poziom zysków rafinerii są niskie światowe rezerwy paliw, ożywienie popytu w krajach OECD, zakłócenia rosyjskiej produkcji, niski eksport z Chin, wzrost mocy produkcyjnych przewyższający popyt, niższe ceny CO2 i tańszy gaz. Kulą u nogi europejskiego sektora Downstream pozostaje petrochemia, gdzie panuje strukturalna nadpodaż i destrukcyjna konkurencja ze strony USA/Chin. Wykorzystanie mocy petrochemicznych może pozostać niskie do 2028 r., ale potencjalnie większa skala wyłączeń może wcześniej zrównoważyć rynek.

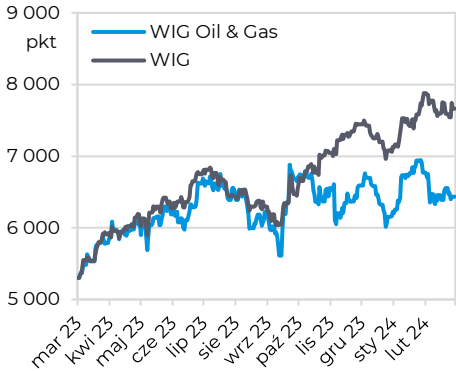
	EV/EBITDA skor.			DYield		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
MOL	2,7	3,1	3,0	8,6%	8,6%	8,6%
Orlen	2,9	2,4	2,4	6,7%	6,9%	7,1%
Unimot	5,9	5,1	4,2	3,3%	3,5%	4,4%
Globalny sektor rafinerijny	4,9	5,6	5,4	4,7%	3,4%	3,3%
Globalny sektor ropy i gazu	5,2	4,6	4,5	3,7%	4,5%	4,7%
Globalny sektor petrochem.	8,8	7,1	6,5	3,1%	3,5%	4,0%
Zintegrowane sp. naftowe	3,9	3,9	3,9	4,7%	5,0%	5,3%
Spółki gazowe	6,5	6,3	6,2	6,0%	6,1%	6,2%

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji w języku angielskim, wydanej przez Biuro Maklerskie mBanku, dostępnej pod [linkiem](#)

WIG-Paliwa*	6 387,60
EV/EBITDA LIFO 2024P	3,8x
EV/EBITDA LIFO 2025P	3,6x

*Cena z 25.03.2024 r., godz. 17:00

WIG Paliwa vs. WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
MOL	3 993 HUF	4 082	kupuj	kupuj
Orlen	94,74 PLN	95,30	kupuj	kupuj
Unimot	172,96 PLN	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał wzrostu
MOL	2 918	3 993	36,9%
Orlen	62,38	94,74	51,9%
Unimot	125,60	172,96	37,7%

Analitik:

Kamil Kliszc
Dyrektor Departamentu Analiz
Ekspert ds. analiz
+48 667 770 837
kamil.kliscz@mbank.pl



wtorek, 26 marca 2024 | aktualizacja raportu

MOL: kupuj (podtrzymana)

MOL HB; MOL.BU | Paliwa, Węgry

Atrakcyjne FCF i mocny bilans

Po aktualizacji założeń makro, a w szczególności po uwzględnieniu niższych cen gazu, o 18% obniżyliśmy prognozy EBITDA dla biznesu Upstream MOLa na 2024-26 r. Na poziomie skonsolidowanym niższa EBITDA w wydobywaniu zostanie zrekompensowana przez pozostałe segmenty, gdzie nasze prognozy wzrosły po lepszych wynikach za 4Q'23 i po uwzględnieniu oszczędności na gazie w Downstream (zużycie ~5,5 TWh, produkcja 25 TWh). Nasz scenariusz bazowy zakłada pogorszenie EBITDA CCS w miarę normalizowania się otoczenia makro. Jednak w ujęciu organicznym MOL powinien być w stanie poprawić rentowność poprzez uruchomienie w 2024-25 r. nowego zakładu polioli i DCU, rozwój stacji paliw i realizację KPI w gospodarce odpadami.

W kolejnych 3 latach MOL wygeneruje FCF/EV bliskie 14%. W połączeniu z niskim zadłużeniem (0,6x CCS EBITDA na koniec 2023 r.) pozwoli to Spółce na sfinansowanie przejęć lub zwiększenie dywidendy (proponycja DPS na 2024 r. na poziomie 250 HUF jest poniżej realnego potencjału dywidendowego Spółki).

Obecna strategia MOL zakłada dość wysokie nakłady inwestycyjne, ale, ponieważ w szczegółach zaplanowane jest tylko kilka projektów, w krótkim okresie zakładamy tymczasowy spadek wydatków. Nasz model uwzględnia dodatkowe inwestycje w obszarze gospodarki odpadami.

Po zaktualizowaniu naszego modelu o bieżącą krzywą forward RFR, wskaźniki spółek porównywalnych i założenia makro (ceny gazu), nową 12-miesięczną cenę docelową dla MOLa wyznaczamy na 3 993 HUF (-2%), i **podtrzymujemy dla Spółki rekomendację kupuj**. Średni ważony sektorowo wskaźnik EV/EBITDA 2024P dla grupy porównawczej wynosi ok. 5,4x, podczas gdy MOL jest obecnie notowany przy EV/EBITDA ok. 2,7x.

Nowa strategia bez większych niespodzianek

MOL w swojej aktualnej strategii zakłada CAPEX w I. 2025-30 na poziomie 1,9 mld USD rocznie. To więcej, niż 1,6 mld USD wydawane średnio w 2018-23 (1,8 mld USD w cenach realnych z 2024 r.), i to pomimo oczekiwanego 15% cięcia nakładów odtworzeniowych. Spółka ma zamiar kontynuować transformację energetyczną i przeznaczyć 30-40% przyszłych nakładów na niskoemisyjne projekty. Jednocześnie w strategii w szczegółach opisano tylko kilka konkretnych projektów, dlatego w naszym modelu uwzględniamy jedynie planowane nakłady na gospodarkę odpadami w wysokości 0,9 mld USD (w prognozach EBITDA za pomocą metody „zwrotu z kapitału” –MOL nie przedstawił tutaj konkretnych celów finansowych). Większość strategicznego Capex zostanie naszym zdaniem wydana w drugiej połowie okresu strategii (przygotowanie, regulacje, technologie przejściowe), co oznaczałoby wysokie FCF w ciągu najbliższych trzech lat.

Kiedy zniknie dyskonto na rosyjskiej ropie?

Nasz bazowy scenariusz zakłada, że MOL przestanie korzystać z dyskonta na rosyjskiej ropie od 2025 r. Jest to założenie konserwatywne wobec faktu, że obecnie ani nie obowiązują konkretne zakazy importu, ani MOL nie podjął w tym zakresie żadnych zobowiązań. Niemniej podkreślamy, że spread Ural/Brent realizowany na Słowacji i Węgrzech jest już znacznie niższy niż oficjalne benchmarki (wg słów MOLa o cenach ropy Ural na rynku azjatyckim). Dodatkowo MOL w 2024 r. zapłaci dodatkowe podatki w związku z wyższą rentownością rafinerii (podatek U/B, podatek CO₂, podatek dochodowy). Ostatecznie wpływ na nasze prognozy dla MOLA na 2025 r. jest mniejszy niż obecny spread Ural/Brent (15 USD/bbl), ale nadal jest to główny powód 12% różnicy między naszymi prognozami na lata 2025-26 a konsensusem.

(mld HUF)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	9 911,9	8 966,0	9 360,5	9 108,8	8 339,7
Skor. EBITDA	1 774,0	1 098,4	1 186,7	973,0	953,7
Marża	17,9%	12,3%	12,7%	10,7%	11,4%
EBIT	1259,1	677,6	800,3	527,6	513,7
Zysk netto	628,3	530,4	552,7	383,4	373,6
P/E	3,6	4,3	4,1	5,9	6,1
P/S	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA Skor.	1,8	3,0	2,7	3,1	3,0
DPS	302,6	354,3	250,0	250,0	250,0
Dividend Yield	10,4%	12,1%	8,6%	8,6%	8,6%

Cena bieżąca*	2 918 HUF
cena docelowa	3 993 HUF
Kapitalizacja	2 274 mld HUF
Free float	1 239 mld HUF
średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,6 mln HUF

*Cena z 25.03.2024 r., godz. 17.00

Struktura akcjonariatu

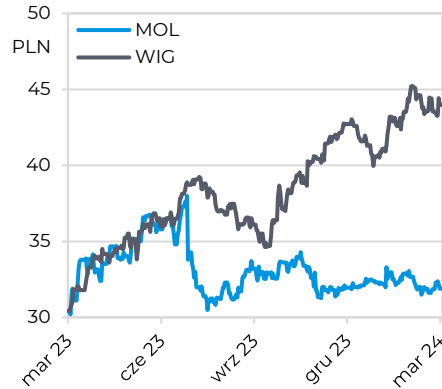
Rząd Węgier*	30,49%
Uczestnicy progr. motywacyjnego	7,95%
Swapy Unicredit/ING	7,52%
OTP	4,89%
Akcje własne	3,64%
Pozostali	54,49%

*pośrednia kontrola poprzez 3 odrębne fundacje, w tym jedną utworzoną wspólnie z MOL w oparciu o akcje własne MOL

Profil Spółki

Grupa MOL to zintegrowany koncern paliwowy prowadzący międzynarodową działalność wydobywczą z produkcją ponad 90 mboe/d (rezerva 2P to ok. 350 mln boe), rafinerijną (3 rafinerie o łącznych mocach przerobowych 17m mln ton i 2 kompleksy petrochemiczne) i detaliczną (2 400 stacji paliw w regionie CEE). Spółka jest również właścicielem gazowej infrastruktury przesyłowej gazu na Węgrzech, a ostatnio rozszerzyła swoją działalność o zarządzanie odpadami.

MOL vs. WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
MOL	3 993	4 082	kupuj	kupuj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał wzrostu	
MOL	2 918	3 993	36,9%	
Zmiana prognoz		2024P	2025P	2026P
CCS EBITDA		-7,1%	-2,4%	+1,4%
Marża rafinerijna (USD/bbl)		+2,1%	-0,8%	-1,0%
Marża Petchem (USD/t)		+0,6%	+1,1%	+0,5%
Gaz ziemny TTF (EUR/MWh)		-40,0%	-33,3%	-25,0%
Cena ropy Brent (USD/bbl)		+0,0%	+0,0%	+0,0%

Analitik:

Kamil Kliszcz
Dyrektor Departamentu Analiz
Ekspert ds. analiz
+48 667 770 837
kamil.kliszcz@mbank.pl

Wycena

Wartość spółki MOL na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej szacujemy w perspektywie 12 miesięcy na 3 993 HUF.

Wycena porównawcza

Wskaźniki wyceny Grupy MOL porównaliśmy ze wskaźnikami trzech grup porównawczych. Zastosowane wskaźniki to szacowane na lata 2024-2026 P/E i EV/EBITDA.

Pierwsza grupa porównawcza składa się ze spółek z globalnego sektora downstream, zarówno rafineryjnych, jak i petrochemicznych. Druga grupa to spółki koncentrujące się na wydobyciu ropy i gazu, a w ostatniej grupie mamy przedsiębiorstwa użyteczności publicznej skupione na aktywach dystrybucyjnych / rurociągach.

Podsumowanie wyceny

(HUF)	Waga	Cena
Wycena porównawcza	20%	5 896
Wycena DCF	80%	2 828
Cena		3 442
Cena docelowa za 12 m-cy		3 993

Źródło: mBank

Wagi przypisane poszczególnym grupom porównawczym są oparte na ich oczekiwanym wkładzie w skonsolidowane wyniki EBITDA w latach 2024-2026. Poszczególnym latom prognozy przypisujemy równe wagi.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Cena
Downstream	59%	6 212
Upstream	35%	5 214
Spółki użyteczności publicznej	6%	6 771
Wycena porównawcza		5 896

Źródło: mBank

Grupa porównawcza – Downstream

Downstream	P/E					EV/EBITDA			
	Cena	2023	2024P	2025P	2026P	2023	2024P	2025P	2026P
Rafinerie (mediana)		6,6	9,1	11,0	10,8	4,1	4,9	5,6	5,4
CVR ENERGY	36,3	6,6	14,1	14,8	18,3	4,6	7,1	7,7	9,0
DELEK US HOLDINGS INC	31,0	10,8	24,6	91,0	66,7	4,1	4,6	5,3	5,4
HF SINCLAIR	61,8	6,5	9,1	10,1	10,8	4,3	5,4	6,0	6,2
HELLENIC PETROLEUM	8,5	4,3	6,9	8,2	6,9	3,9	4,9	5,6	5,2
MARATHON PETROLEUM CORP	201,4	9,2	11,5	12,5	12,5	5,6	7,1	7,8	8,2
MOTOR OIL	27,5	3,3	5,6	7,7	6,5	3,0	4,5	5,2	4,9
NESTE OYJ	25,6	8,9	11,4	9,4	8,4	6,4	7,4	6,5	5,9
PBF ENERGY INC-CLASS A	56,8	4,8	8,0	11,6	14,4	2,3	3,6	4,6	5,1
PHILLIPS 66	158,3	10,5	11,4	11,0	10,7	7,0	7,8	7,7	7,8
PKN ORLEN	62,4	2,6	6,1	4,4	4,5	1,7	2,9	2,5	2,4
SARAS	1,8	5,4	8,4	16,1	16,1	2,2	3,1	4,1	4,2
TUPRAS	170,0	7,0	8,1	6,9	5,4	3,7	3,8	3,9	4,4
VALERO ENERGY CORP	170,7	7,1	10,3	12,6	13,1	4,5	6,3	7,4	7,7
Petrochemia (mediana)		17,4	16,5	11,8	9,9	9,6	8,6	7,1	6,5
ARKEMA	94,6	10,8	10,1	9,0	8,2	6,9	6,4	5,9	5,6
BASF	53,0	17,1	15,9	12,5	10,9	8,9	8,1	7,1	6,5
BAYER	26,9	4,4	5,0	4,7	4,7	5,7	5,8	5,6	5,7
BRASKEM	10,7	-	-	17,7	6,3	17,1	8,0	5,7	4,7
DOWDUPONT	57,4	26,6	19,3	13,3	11,3	9,8	8,5	7,1	6,5
EASTMAN CHEMICAL	98,0	15,3	12,8	11,0	9,9	9,9	8,8	8,1	7,6
FORMOSA PLASTICS	68,6	29,6	24,4	18,8	-	17,3	14,3	11,1	-
HUNTSMAN	25,4	59,5	44,4	15,6	12,9	12,0	11,1	8,0	7,2
INDORAMA VENTURES	24,2	42,8	16,5	10,9	9,9	9,4	7,7	6,8	6,6
LOTTE CHEMICAL	120200	-	32,1	9,6	14,2	15,6	10,1	7,3	6,5
LYONDELLBASELL	100,8	11,5	12,0	10,2	9,6	7,7	7,7	7,1	6,8
MITSUBISHI CHEMICAL	939,6	11,6	11,1	11,0	9,8	7,8	7,0	6,9	6,6
MITSUMI CHEMICALS	4448,0	8,9	16,2	10,2	8,3	6,4	8,8	6,8	6,0
PETRONAS	6,8	25,6	18,5	17,1	17,1	11,7	10,3	8,8	8,6
SABIC	77,1	159,3	28,1	15,7	12,6	11,8	9,3	7,2	6,3
WESTLAKE CHEMICAL	150,9	17,7	21,3	16,1	13,6	8,1	8,7	7,6	7,0
maksimum		159,3	44,4	91,0	66,7	17,3	14,3	11,1	9,0
minimum		2,6	5,0	4,4	4,5	1,7	2,9	2,5	2,4
Mediana		9,8	11,3	11,3	10,5	5,7	6,0	6,0	5,7
MOL	2 918,0	4,5	4,3	6,2	6,4	3,0	2,7	3,4	3,2
Premia (dyskonto)		-54%	-62%	-45%	-39%	-48%	-55%	-44%	-44%

(c.d. na kolejnej stronie)

Implikowana wycena									
Mediana	9,8	11,3	11,3	10,5	5,7	6,0	6,0	5,7	
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga okresu	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	

Wycena na akcję (HUF) 6 212

Źródło: mBank

Grupa porównawcza - Upstream

Upstream	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2023	2024P	2025P	2026P	2023	2024P	2025P	2026P
AKER BP	275,5	8,0	7,9	8,9	10,5	1,6	1,8	1,9	2,2
ANTERO RESOURCES	27,7	52,5	51,4	11,1	8,8	9,4	9,0	5,3	4,9
APACHE	34,5	7,3	8,2	7,1	7,1	3,2	3,0	2,7	2,8
CANADIAN	102,5	13,6	12,9	10,8	11,4	7,1	7,0	6,4	6,7
CAPRICORN ENERGY	160,6	56,4	20,1	33,8	-	-	-	-	-
CHESAPEAKE ENERGY	86,9	19,7	25,2	9,9	8,1	5,0	4,5	2,3	2,1
CNX	23,1	15,4	14,4	10,1	8,5	6,2	5,7	5,1	4,7
COMSTOCK RESOURCES	8,6	17,7	36,9	5,7	5,0	5,4	5,2	3,9	3,3
CONOCOPHILLIPS	125,8	14,8	14,6	13,0	12,9	6,3	6,2	6,0	5,9
COTERRA ENERGY	27,9	12,2	14,1	9,2	8,6	5,7	5,9	4,7	4,5
DEVON	49,0	8,6	10,1	9,1	9,0	4,9	5,2	5,0	4,9
DNO	9,7	19,6	6,9	4,1	5,4	2,0	2,0	1,4	1,7
ENERGEAN	1074,0	7,3	3,8	2,8	3,4	5,4	3,6	2,8	2,9
EOG	126,8	10,6	11,2	10,7	10,2	5,6	5,8	5,6	5,3
EQT	34,9	15,2	22,7	7,6	7,0	7,1	6,7	4,1	3,8
EQUINOR	291,0	7,1	8,5	8,2	8,0	1,6	1,8	1,9	1,9
HARBOUR ENERGY	274,9	30,0	5,6	6,2	8,0	1,2	1,0	1,3	1,5
MARATHON OIL	27,7	10,7	10,7	9,1	8,5	4,6	4,7	4,6	4,5
OCCIDENTAL	64,8	17,8	19,6	15,4	13,1	6,1	6,1	5,3	5,3
PETROBRAS	14,9	3,9	3,8	4,0	3,3	2,6	2,7	2,9	2,8
PIONEER NATURAL RESOURCES	259,0	12,4	12,8	12,0	11,6	6,8	6,8	6,4	6,2
RANGE RESOURCES	33,6	15,0	13,8	9,1	8,8	8,1	8,0	6,2	6,1
ROMGAZ	54,6	8,0	9,7	8,3	-	3,5	3,6	4,8	-
SAUDI ARAMCO	30,9	16,3	16,9	16,7	16,4	7,8	8,0	7,9	7,7
SERICA ENERGY	184,5	5,1	2,7	3,1	4,3	0,6	0,6	0,6	-
SANTOS	7,6	10,8	11,9	12,1	10,2	4,9	5,3	5,1	4,5
SOUTHWESTERN ENERGY	7,4	11,5	10,2	5,3	4,5	5,2	5,4	3,7	3,2
TULLOW OIL	31,2	2,5	2,3	2,3	1,9	2,6	2,5	2,5	2,5
maksimum		56,4	51,4	33,8	16,4	9,4	9,0	7,9	7,7
minimum		2,5	2,3	2,3	1,9	0,6	0,6	0,6	1,5
Mediana		12,3	11,5	9,1	8,5	5,2	5,2	4,6	4,5
MOL	2 918,0	4,5	4,3	6,2	6,4	3,0	2,7	3,4	3,2
Premia (dyskonto)		-63%	-63%	-31%	-25%	-42%	-48%	-26%	-28%

Implikowana wycena									
Mediana	12,3	11,5	9,1	8,5	5,2	5,2	4,6	4,5	
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga okresu	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	

Wycena na akcję (HUF) 5 214

Źródło: mBank

Grupa porównawcza – Spółki użyteczności publicznej

	Cena	2023	P/E			2023	EV/EBITDA		
			2024P	2025P	2026P		2024P	2025P	2026P
A2A	1,6	8,9	8,7	10,0	10,4	5,4	5,2	5,2	5,0
CENTRICA	126,7	4,2	7,0	8,6	9,9	1,4	2,2	2,8	3,3
ENAGAS	13,5	11,5	13,8	15,6	15,7	9,2	9,5	10,2	10,6
ENDESA	16,7	14,3	10,7	9,7	9,3	6,7	5,7	5,4	5,3
E.ON	12,5	10,8	11,6	11,8	12,1	7,2	7,5	7,3	7,2
ENGIE	15,5	7,0	8,8	9,5	10,0	4,8	5,2	5,3	5,4
HERA	3,3	12,6	12,7	12,1	11,1	6,4	6,5	6,3	6,2
NATURGY	19,8	9,6	11,2	12,3	12,5	6,3	6,9	6,9	6,9
RED ELECTRICA	15,9	12,9	17,1	16,7	15,0	9,6	10,9	10,5	9,7
SNAM	4,4	12,9	12,4	12,1	11,7	12,1	10,8	10,2	9,7
maksimum		14,3	17,1	16,7	15,7	12,1	10,9	10,5	10,6
minimum		4,2	7,0	8,6	9,3	1,4	2,2	2,8	3,3
Mediana		11,1	11,4	12,0	11,4	6,6	6,7	6,6	6,5
MOL	2 918,0	4,5	4,3	6,2	6,4	3,0	2,7	3,4	3,2
Premia (dyskonto)		-59%	-62%	-48%	-44%	-54%	-59%	-49%	-51%

Implikowana wycena

Mediana	11,1	11,4	12,0	11,4	6,6	6,7	6,6	6,5
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%	
Waga okresu	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%

Wycena na akcję (HUF)

6 771

Źródło: mBank

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych nie uwzględnia segmentu wydobywczego, który jest wyceniony osobno metodą NPV. Jego wartość powiększa EV wyliczoną z modelu DCF.
- Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF na lata 2024-2033.
- Przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec marca 2024 r. Przy uwzględnianiu wartości firmy uwzględniamy szacowany dług netto na dzień 31.12.2023 r. bez leasingu.
- Wycenę powiększamy o wartość udziałów w jednostkach konsolidowanych metodą praw własności, głównie 10% w

Pearl Petroleum (projekt wydobywczy w Iraku, którego operatorem jest Dana Gas).

- Przy obliczaniu wartości rezydualnej, zrównujemy wielkość nakładów inwestycyjnych do poziomu amortyzacji.
- Stopy wolne od ryzyka obliczane są na podstawie średniej ważonej rentowności obligacji rządowych emitowanych w krajach prowadzenia działalności przez MOL.
- Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym wynosi 4,5%, a beta 1,2x (ryzyko polityczne i związane z ładem korporacyjnym). W okresie prognozy RFR oparta jest na bieżącej krzywej dochodowości 10-letnich obligacji.
- Liczba wyemitowanych akcji została skorygowana o akcje przeniesione do OTP w ramach umowy swap.
- Stopę wzrostu FCF po 2033 r. przyjmujemy na 2,0%.

Założenia modelu DCF:

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Cena ropy Brent (USD/bbl)	90,0	90,0	80,0	70,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Spread Ural/Brent (USD/bbl)	15,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Spread Dubai/Brent (USD/bbl)	-0,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Marża rafineryjna (USD/bbl)	12,0	7,8	6,3	4,6	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Marża petrochemiczna (USD/t)	604	614	670	657	710	710	710	710	710	710
Cena gazu ziemnego TTF (EUR/MWh)	30,0	30,0	30,0	25,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Cena CO2 (EUR/t)	55	60	65	71	77	84	92	100	100	100
USD/HUF	356,5	342,0	318,5	313,7	314,4	314,4	314,4	314,4	314,4	314,4
EUR/HUF	386,5	382,7	369,4	369,4	369,4	369,4	369,4	369,4	369,4	369,4

Wycena NPV segmentu wydobywczego

mld HUF	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	(...)
Cena ropy Brent (USD/boe)	90,0	90,0	80,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0
Cena gazu TTF (EUR/MWh)	30,0	30,0	30,0	25,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
USD/HUF	356,5	342,0	318,5	313,7	314,4	314,4	314,4	314,4	314,4	314,4	314,4
MOL bez INA: Węgry, Irak, Pakistan, Azerbejdżan, Kazachstan											
Przychody	458,5	425,0	369,4	313,6	291,3	281,4	259,9	240,2	222,0	205,2	189,7
Produkcja (mboe/d)	57,3	54,1	53,1	51,5	49,1	46,8	43,1	39,7	36,6	33,8	31,1
EBITDA	253,7	266,4	239,4	212,4	199,9	195,7	180,2	166,1	153,2	141,3	130,4
Marża EBITDA	55,3%	62,7%	64,8%	67,7%	68,6%	69,5%	69,3%	69,2%	69,0%	68,9%	68,8%
Amortyzacja środków trwałych i WNiP	95,0	89,7	88,0	85,4	81,4	77,6	71,5	65,9	60,7	56,0	51,6
EBIT	158,7	176,8	151,4	127,0	118,5	118,1	108,7	100,2	92,5	85,3	78,8
Marża EBIT	34,6%	41,6%	41,0%	40,5%	40,7%	41,9%	41,8%	41,7%	41,6%	41,6%	41,6%
Opodatkowanie EBIT	32,3	36,1	31,2	26,3	24,6	24,6	22,5	20,7	19,1	17,5	16,0
CAPEX	89,9	83,5	74,6	69,3	64,8	59,7	55,0	50,7	46,8	43,1	39,7
FCF	131,5	146,9	133,6	116,8	110,5	111,4	102,7	94,7	87,3	80,7	74,6
WACC	15,9%	15,6%	16,2%	16,6%	15,8%	16,4%	16,4%	16,4%	16,5%	16,5%	14,4%
Współczynnik dyskonta	89,5%	77,4%	66,6%	57,1%	49,4%	42,4%	36,5%	31,3%	26,9%	23,1%	20,2%
PV FCF	117,7	113,7	89,0	66,7	54,5	47,2	37,4	29,7	23,5	18,6	15,1
INA: Chorwacja, Angola, Egipt											
Przychody	208,2	184,4	154,6	128,3	112,8	102,8	97,2	87,5	78,7	70,8	63,7
Produkcja (mboe/d)	22,7	21,1	19,7	18,4	17,2	16,1	15,1	13,6	12,2	11,0	9,9
EBITDA	134,5	118,7	98,0	77,4	65,8	59,0	56,0	50,4	45,4	40,8	36,7
Marża EBITDA	64,6%	64,4%	63,4%	60,3%	58,3%	57,4%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%
Amortyzacja środków trwałych i WNiP	31,7	29,5	27,5	25,7	24,0	22,5	21,1	19,0	17,1	15,4	13,8
EBIT	102,9	89,2	70,5	51,7	41,7	36,5	34,9	31,4	28,3	25,4	22,9
Marża EBIT	49,4%	48,4%	45,6%	40,3%	37,0%	35,5%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%
Opodatkowanie EBIT	25,0	17,9	14,2	10,4	8,4	7,3	7,0	6,3	5,7	5,1	4,6
CAPEX	35,1	31,5	27,4	25,3	23,5	21,4	19,3	17,3	15,6	14,0	12,6
FCF	74,4	69,3	56,4	41,7	33,9	30,2	29,7	26,8	24,1	21,7	19,5
WACC	12,3%	8,8%	9,9%	10,8%	9,9%	10,6%	10,4%	10,4%	10,4%	10,6%	11,2%
Współczynnik dyskonta	91,7%	84,2%	76,6%	69,2%	63,0%	56,9%	51,6%	46,7%	42,3%	38,2%	34,4%
PV FCF	68,2	58,4	43,2	28,9	21,4	17,2	15,3	12,5	10,2	8,3	6,7
Wartość aktywów MOL z wył. INA	667										
Rezerwy na likwidację odwiertów	-77										
Wartość złóż INA (udział MOL 49,1%)	154										
Rezerwy na likwidację odwiertów	-44										
Wartość złóż MOL	701										
Wartość na akcję MOL*	899										
Rezerwy 2P (mmboe)**	306,3										
EV/2P (USD/bbl)	6,5										

*wyemitowane akcje są korygowane o akcje w OTP swap

*rezerwy *INA (ex. Syria) wg. udziału MOLA

Model DCF

(mld HUF)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	+
Przychody	8 694	8 499	7 816	7 392	7 144	7 343	7 548	7 758	7 973	8 181	8 181
zmiana	5,5%	-2,2%	-8,0%	-5,4%	-3,3%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,6%	0,0%
EBITDA	820	549	584	578	655	689	709	727	751	768	768
Marża EBITDA	9,4%	6,5%	7,5%	7,8%	9,2%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Amortyzacja	281	287	292	287	291	264	265	267	270	273	329
EBIT	539	262	292	291	364	425	444	460	481	495	439
Marża EBIT	6,2%	3,1%	3,7%	3,9%	5,1%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,1%	5,4%
Opodatkowanie EBIT	-102	-50	-55	-55	-69	-81	-84	-87	-91	-94	-83
NOPLAT	436	212	236	235	295	344	359	373	390	401	355
CAPEX	-458	-374	-345	-345	-336	-336	-337	-337	-338	-329	-329
Kapitał obrot.	-36	23	71	47	26	-17	-16	-17	-17	-17	0
FCF	222	149	255	224	277	256	271	286	304	328	355
WACC	15,0%	14,6%	15,1%	15,5%	14,7%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	13,1%
Współczynnik dyskonta	0,90	0,79	0,68	0,59	0,52	0,45	0,39	0,34	0,29	0,25	0,25
PV FCF	200	117	174	132	143	114	105	96	89	83	
WACC	15,0%	14,6%	15,1%	15,5%	14,7%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	13,1%
Koszt długu	7,4%	6,7%	6,7%	6,8%	7,1%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	6,4%	5,7%	5,7%	5,8%	6,1%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	4,5%
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 st. podatku	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	10,2%	6,7%	1,8%	-1,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Koszt kapitału własnego	16,0%	15,3%	15,3%	15,4%	15,7%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	14,1%
Premia za ryzyko	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	3 191
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	810
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 254
Dług netto skor.	682
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	204
Wartość segmentu wydobywczego	701
Wartość firmy	2 204
Liczba akcji bez akcji własnych (mln szt.)	779,3
Wartość firmy (HUF)	2 828
12-to miesięczny koszt kapitału własnego	16,0%
Cena docelowa (HUF)	3 281

EV/EBITDA ('24) dla ceny docelowej	2,7
P/E ('24) dla ceny docelowej	4,6
Udział TV w EV	31,1%

Źródło: mBank

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1 0 p.p.	3 025	3 098	3 182	3 281	3 400
WACC +0 5 p.p.	3 060	3 138	3 230	3 338	3 469
WACC	3 098	3 182	3 281	3 400	3 546
WACC -0 5 p.p.	3 138	3 230	3 338	3 469	3 631
WACC -1 0 p.p.	3 182	3 281	3 400	3 546	3 726

RZiS

(mld HUF)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	9 911,9	8 966,0	9 360,5	9 108,8	8 339,7
EBITDA CCS skor.	1 774,0	1 098,4	1 186,7	973,0	953,7
w mld USD	4,76	3,12	3,33	2,84	2,99
Upstream	827,5	339,9	388,2	385,2	337,4
Rafineria	781,9	527,6	558,4	256,4	245,1
Petrochemia	66,5	-55,2	-41,7	36,4	70,7
Sieć detaliczna	121,2	244,8	257,6	263,7	261,2
Przesył gazu	61,0	93,8	60,4	60,4	60,4
Inne	-84,2	-52,5	-36,2	-29,1	-21,1
Efekt LIFO	-43,6	17,9	21,1	-38,9	-32,5
EBITDA	1 734,6	1 149,3	1 207,9	934,1	921,2
Amortyzacja	475,5	471,7	407,6	406,5	407,5
EBIT	1 259,1	677,6	800,3	527,6	513,7
Przychody/koszty finansowe	-103,8	13,8	-21,7	-4,7	-13,0
Zysk brutto	1 155,3	691,4	778,6	522,9	500,7
Stawka podatku	40%	18%	21%	20%	20%
Udziały mniejszości	-60,7	-37,5	-66,2	-35,9	-26,3
Zysk netto	628,3	530,4	552,7	383,4	373,6

Bilans

(mld HUF)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	5 106,5	5 262,7	5 438,5	5 520,9	5 559,9
Rzeczowe aktywa trwałe	3 817,9	3 997,8	4 165,5	4 244,1	4 281,3
WNIP	552,6	525,6	533,7	537,5	539,2
Aktywa obrot.	2 861,2	2 440,4	2 855,0	2 784,6	2 569,6
Zapasy	997,0	830,6	867,1	843,8	772,6
Należności handl.	931,5	959,1	1 001,3	974,4	892,1
Środki pieniężne	595,2	413,0	748,8	728,7	667,2
Kapitały własne	3 633,4	3 837,0	4 191,0	4 375,6	4 550,4
Udziały mniejszości	378,8	360,3	426,5	462,4	488,7
Zob. długot.	1 423,3	1 662,9	1 769,2	1 618,3	1 373,4
Pożyczki/leasing	650,4	913,2	1 019,5	868,6	623,7
Zob. krótkot.	2 532,3	1 842,9	1 906,8	1 849,2	1 716,9
Pożyczki/leasing	468,7	185,4	207,0	176,4	126,6
Zob. handlowe	1 001,6	962,0	1 004,3	977,3	894,8
Wskaźnik rotacji zapasów	105	99	111	112	112
Cykl należności	37	34	34	34	34
Cykl zobowiązań	17	8	8	7	6
Dług netto	516,6	681,8	473,8	312,5	79,3
DN/EBITDA	0,29	0,62	0,40	0,32	0,08

*Wyemitowane akcje skorygowane o umowę swapową OTP

Źródło: mBank

Rachunek CF

(mld HUF)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
CF oper.	1 388,7	754,0	1 011,7	853,6	891,4
Kapitał obrot.	-482,4	86,7	-36,4	23,2	71,0
CF inwest.	-854,5	-483,9	-583,4	-488,9	-446,5
CAPEX	-615,9	-503,1	-583,4	-488,9	-446,5
Fuzje i przejęcia	-193,7	-124,8	0,0	0,0	0,0
CF fin.	-379,3	-394,5	-92,5	-384,9	-506,4
Odsetki	-23,9	-61,4	-23,0	-6,0	-14,3
Wyplacona dywidenda	-191,2	-229,5	-197,4	-197,4	-197,4
Rachunek CF	227,8	-182,3	335,9	-20,1	-61,5
CFO/CCS EBITDA	78,3%	68,6%	85,3%	87,7%	93,5%
FCFF	534	270	428	365	445
FCFF/EV	16,9%	8,1%	13,5%	12,0%	15,7%
FCFE	510	209	405	359	431
FCFE/MCAP	22,5%	9,2%	17,8%	15,8%	18,9%
ROIC	18,2%	11,8%	12,8%	8,3%	8,0%
ROCE	24,5%	12,0%	13,1%	8,2%	8,0%
DPS	302,6	354,3	250,0	250,0	250,0
Stopa wypłaty dyw.	46,0%	44,5%	37,2%	35,7%	51,5%
DYield	10,4%	12,1%	8,6%	8,6%	8,6%

Key ratios/KPIs

	2022	2023	2024P	2025P	2026P
P/E	3,6	4,3	4,1	5,9	6,1
EV/EBITDA LIFO	1,8	3,0	2,7	3,1	3,0
P/S	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
P/CF	1,6	3,0	2,2	2,7	2,6
P/FCFE	4,5	10,9	5,6	6,3	5,3
Produkcja (tys. boe/d)	92,1	90,4	90,0	85,2	82,8
Ropa naftowa/NGL	59%	58%	56%	58%	61%
Gaz ziemny	41%	42%	44%	42%	39%
EBITDA (USD/boe)	73	33	37	41	40
Przerób rafinerii (mln t)	16,4	16,8	16,8	16,8	16,8
EBITDA (USD/boe)	17,4	12,2	12,8	6,1	6,3
Produkcja petrochemiczna	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4
EBITDA (USD/t)	146	-131	-88	74	154
Stacje paliwowe	2 391	2 421	2 451	2 481	2 511
EBITDA (USD/stację)	0,15	0,29	0,30	0,31	0,33
Cena (HUF)	2 918	2 918	2 918	2 918	2 918
Liczba akcji (mln)*	779,3	779,3	779,3	779,3	779,3
Kapitalizacja	2 274,1	2 274,1	2 274,1	2 274,1	2 274,1
EV	3 169,4	3 316,2	3 174,5	3 049,0	2 842,2



wtorek, 26 marca 2024 | aktualizacja raportu

Orlen: kupuj (podtrzymana)

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Rozczarowanie 2023 r. gwiazdą 2024 r?

W porównaniu do ważonego sektorowo wskaźnika EV/EBITDA 2024P grupy porównawczej na poziomie ~5,7x, PKN jest obecnie notowany na poziomie ~2,9x, tj. z dyskontem ok. 15% do OMV i 25% do sektora zintegrowanych spółek naftowych. Pogorszenie wskaźników to – poza obniżkami cen podczas kampanii wyborczej – efekt uboczny fuzji z PGNiG. Tymczasem profil biznesowy Orlenu wcale nie jest zdominowany przez wydobywanie, a rynek ignoruje cenny komponent, jakim jest energetyka (36% udziału w EBITDA 2024-26P). Naszym zdaniem Orlen zasługuje na wyższą wycenę, a jej wzrost wraz z powołaniem nowego zarządu jest naszym zdaniem nieunikniony.

Warto zauważyć, że wyniki Orlenu za 2024 r. nie będą odzwierciedlać pełnego potencjału Spółki, ponieważ będą one obciążone jednorazowym podatkiem od zysków za 2022 r. W przyszłym roku Orlen powinien wygenerować powtarzalny wynik EBITDA bliski 40 mld PLN, co implikowałoby jeszcze atrakcyjniejszą wycenę. Spółka oferuje ekspozycję na wyższe marże rafineryjne, wzrost wolumenu wydobycia, ożywienie w petrochemii i rozwijającą się dystrybucję gazu/energii. Dodatkowo w I. 2024-25 Spółka może zanotować ok. 1 mld PLN dodatkowej EBITDA z zakończonych projektów downstream, a w I. 2026-27 projekty energetyczne (CCGT i offshore) dodadzą kolejne 1,5-2,0 mld PLN. Stąd nasza długoterminowa prognoza EBITDA powyżej 30 mld PLN wygląda konserwatywnie nawet w scenariuszu normalizacji makro i implikuje atrakcyjne FCF przy długoterm. nakładach odtworzeniowych ok. 15-17 mld PLN.

Orlen utrzymuje niskie zadłużenie, a wskaźnik dług netto/EBITDA powinien w średnim okresie pozostać znacznie poniżej 1,0x. Daje to potencjał do wypłaty specjalnej dywidendy, którego wobec ostatnich komentarzy Orlenu nie uwzględniamy jednak w naszym modelu, powracając do bazowych założeń DPS'24 na poziomie 4,15 PLN i DYield ~7%.

Po aktualizacji założeń makro i cen gazu nieznacznie obniżyliśmy szacunki EBITDA dla Orlenu na 2025-26 r., ale po uwzględnieniu aktualnych wskaźników wyceny i niższej RFR nasza cena docelowa pozostaje prawie niezmienną na poziomie 94,74 PLN na akcję. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla PKN.

Czego można oczekiwać od nowego zarządu?

W chwili pisania tego raportu nowy zarząd Orlenu nie został jeszcze powołany, dlatego nie można ze stuprocentową pewnością zakładać, że poprawi on profil inwestycyjny Spółki. Możemy jednak wskazać obszary, które mają potencjał do wywołania re-ratingu PKN. Pierwszym obszarem jest optymalizacja CAPEksu, z naciskiem na FCF, i rygorystyczne progi IRR w miejsce szeroko zakrojonych inwestycji we wszystkich segmentach. Po drugie, oczekiwaliśmy przeglądu kosztów operacyjnych i wdrożenia oszczędności z jasnymi punktami odniesienia. Trzeci obszar to aktualizacja i śledzenie postępów w realizacji synergii. Nr 4 to poprawa dostępu do zarządu dla inwestorów i analityków a 5 to deklaracja poprawy ratingu ESG z naciskiem na "G".

Wpływ spadających cen gazu od 2025 r.

Orlen produkuje ok. 80 TWh gazu ziemnego rocznie, ale wrażliwość jego EBITDA na zmiany cen jest niższa ze względu na ok. 30 TWh zużycia własnego przez rafinerie i elektrownie. Stąd obniżka prognozowanych na 2024-26 cen TTF o 15 EUR/MWh implikuje stratę netto na sprzedaży powyżej 3 mld PLN. Wyniki za 2024 r. są zabezpieczone naturalnym hedgingiem, a w I. 2024-26 spodziewamy się szeregu czynników łagodzących, od oczekiwanego wzrostu wolumenów wydobycia o 11%, do potencjalnie niższego dyskonta na ropie w Kanadzie, niższych kosztów CO2 i nowych mocy produkcyjnych w segmencie Downstream oraz zysków z arbitrażu LNG, po wyższe od oczekiwanych marże rafineryjne i niższe premie za arabską ropę.

(mIn PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	282 434	372 640	292 373	272 593	253 622
Skor. EBITDA	51 918	46 750	32 832	39 964	40 495
Marża	18,4%	12,5%	11,2%	14,7%	16,0%
EBIT	48 338	35 789	18 256	23 666	22 985
Zysk netto	39 654	27 553	11 806	16 283	16 135
P/E	1,8	2,6	6,1	4,4	4,5
P/S	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA Skor.	1,6	1,8	2,9	2,4	2,4
DPS	1,29	5,50	4,15	4,30	4,45
Dividend Yield	2,1%	8,8%	6,7%	6,9%	7,1%

Cena bieżąca*	62,38 PLN
cena docelowa	94,74 PLN
Kapitalizacja	72,4 mld PLN
Free float	36,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	135,0 mIn PLN

*Cena z 25.03.2024 r., godz. 17.00

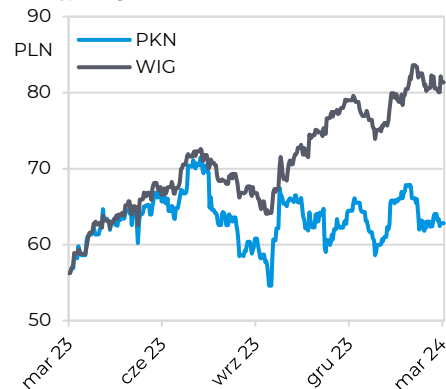
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	49,90%
NN OFE	5,76%
Allianz OFE	4,94%
PZU OFE	3,02%
Pozostali	36,38%

Profil Spółki

Grupa Orlen jest największą spółką rafineryjną w regionie, posiadającą 42 mln ton mocy głębokiego przerobu ropy naftowej rocznie (Polska, Litwa, Czechy) oraz sieć ponad 3 200 stacji benzynowych. Ponadto Spółka jest aktywna w segmencie nawozowym i petrochemicznym (w tym JV z LyondellBasell). W poprzednich latach Orlen zbudował także portfel aktywów wydobywczych z roczną produkcją na poziomie 170 mboe/d i rezerwami 2P w wysokości ok. 1 200 mmmboe. Wreszcie Orlen jest właścicielem spółek użyteczności publicznej (gaz/energetyka) wraz z infrastrukturą dystrybucyjną, sprzedażą i aktywami wytwórczymi, w tym projektami offshore.

PKN vs. WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKN	94,74	95,30	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał wzrostu
PKN	62,38	94,74	51,9%

Zmiana prognoz	2024P	2025P	2026P
EBITDA LIFO	+2,9%	-10,5%	-3,8%
Marża rafineryjna* (USD/bbl)	+24,8%	+14,8%	+15,5%
Marża Petchem (USD/t)	+6,1%	+5,6%	+5,0%
Gaz ziemny TTF (EUR/MWh)	+0,0%	+0,0%	+0,0%
Cena ropy Brent (USD/bbl)	-40,0%	-33,3%	-25,0%

Analitik:

Kamil Kliszcz
Dyrektor Departamentu Analiz
Ekspert ds. analiz
+48 667 770 837
kamil.kliszcz@mbank.pl

Wycena

Wartość spółki Orlen na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej szacujemy w perspektywie 12 miesięcy na 94,74 PLN.

Wycena porównawcza

Wskaźniki wyceny Grupy Orlen porównaliśmy ze wskaźnikami trzech grup porównawczych. Zastosowane wskaźniki to szacowane na lata 2024-2026 P/E i EV/EBITDA.

Pierwsza grupa porównawcza składa się ze spółek z globalnego sektora downstream, zarówno rafineryjnych, jak i petrochemicznych. Druga grupa to spółki skupione na wydobyciu ropy i gazu, a w ostatniej grupie mamy przedsiębiorstwa użyteczności publicznej koncentrujące się na aktywach dystrybucyjnych / rurociągach.

Wagi przypisane poszczególnym grupom porównawczym są oparte na ich oczekiwanym wkładzie w EBITDA w latach 2024-

Podsumowanie wyceny

(PLN)	Waga	Cena
Wycena porównawcza	20%	151,14
Wycena DCF	80%	67,73
Cena		84,41
Cena docelowa za 12 m-cy		94,74

Źródło: mBank

2026. Poszczególnym latom prognozy przypisujemy równe wagi.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Cena
Downstream	32%	155,06
Upstream	33%	126,67
Spółki użyteczności publicznej	36%	169,95
Wycena porównawcza		151,14

Źródło: mBank

Grupa porównawcza - Downstream

Downstream	P/E					EV/EBITDA			
	Cena	2023	2024P	2025P	2026P	2023	2024P	2025P	2026P
Rafinerie (mediana)		6,6	9,1	11,0	10,8	4,1	4,9	5,6	5,4
CVR ENERGY	36,3	6,6	14,1	14,8	18,3	4,6	7,1	7,7	9,0
DELEK US HOLDINGS INC	31,0	10,8	24,6	91,0	66,7	4,1	4,6	5,3	5,4
HF SINCLAIR	61,8	6,5	9,1	10,1	10,8	4,3	5,4	6,0	6,2
HELLENIC PETROLEUM	8,5	4,3	6,9	8,2	6,9	3,9	4,9	5,6	5,2
MARATHON PETROLEUM CORP	201,4	9,2	11,5	12,5	12,5	5,6	7,1	7,8	8,2
MOL	2 918,0	4,5	4,3	6,2	6,4	3,0	2,7	3,4	3,2
MOTOR OIL	27,5	3,3	5,6	7,7	6,5	3,0	4,5	5,2	4,9
NESTE OYJ	25,6	8,9	11,4	9,4	8,4	6,4	7,4	6,5	5,9
PBF ENERGY INC-CLASS A	56,8	4,8	8,0	11,6	14,4	2,3	3,6	4,6	5,1
PHILLIPS 66	158,3	10,5	11,4	11,0	10,7	7,0	7,8	7,7	7,8
SARAS	1,8	5,4	8,4	16,1	16,1	2,2	3,1	4,1	4,2
TUPRAS	170,0	7,0	8,1	6,9	5,4	3,7	3,8	3,9	4,4
VALERO ENERGY CORP	170,7	7,1	10,3	12,6	13,1	4,5	6,3	7,4	7,7
Petrochemia (mediana)		17,4	16,5	11,8	9,9	9,6	8,6	7,1	6,5
ARKEMA	94,6	10,8	10,1	9,0	8,2	6,9	6,4	5,9	5,6
BASF	53,0	17,1	15,9	12,5	10,9	8,9	8,1	7,1	6,5
BAYER	26,9	4,4	5,0	4,7	4,7	5,7	5,8	5,6	5,7
BRASKEM	10,7	-	-	17,7	6,3	17,1	8,0	5,7	4,7
DOWDUPONT	57,4	26,6	19,3	13,3	11,3	9,8	8,5	7,1	6,5
EASTMAN CHEMICAL	98,0	15,3	12,8	11,0	9,9	9,9	8,8	8,1	7,6
FORMOSA PLASTICS	68,6	29,6	24,4	18,8	-	17,3	14,3	11,1	-
HUNTSMAN	25,4	59,5	44,4	15,6	12,9	12,0	11,1	8,0	7,2
INDORAMA VENTURES	24,2	42,8	16,5	10,9	9,9	9,4	7,7	6,8	6,6
LOTTE CHEMICAL	120200	-	32,1	9,6	14,2	15,6	10,1	7,3	6,5
LYONDELLBASELL	100,8	11,5	12,0	10,2	9,6	7,7	7,7	7,1	6,8
MITSUBISHI CHEMICAL	939,6	11,6	11,1	11,0	9,8	7,8	7,0	6,9	6,6
MITSUI CHEMICALS	4448,0	8,9	16,2	10,2	8,3	6,4	8,8	6,8	6,0
PETRONAS	6,8	25,6	18,5	17,1	17,1	11,7	10,3	8,8	8,6
SABIC	77,1	159,3	28,1	15,7	12,6	11,8	9,3	7,2	6,3
WESTLAKE CHEMICAL	150,9	17,7	21,3	16,1	13,6	8,1	8,7	7,6	7,0
maksimum		159,3	44,4	91,0	66,7	17,3	14,3	11,1	9,0
minimum		3,3	4,3	4,7	4,7	2,2	2,7	3,4	3,2
Mediana		9,8	11,3	11,3	10,5	5,7	6,0	6,0	5,7
PKN	62,4	2,6	6,1	4,4	4,5	1,7	2,9	2,5	2,4
Premia (dyskonto)		-73%	-46%	-61%	-57%	-70%	-52%	-59%	-58%
(c.d. na kolejnej stronie)									

Implikowana wycena									
Mediana		9,8	11,3	11,3	10,5	5,7	6,0	6,0	5,7
Waga wskaźnika				50,0%				50,0%	
Waga okresu		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena na akcję (PLN)	155,06								
Źródło: mBank									

Grupa porównawcza – Upstream

Upstream	P/E					EV/EBITDA			
	Cena	2023	2024P	2025P	2026P	2023	2024P	2025P	2026P
AKER BP	275,5	8,0	7,9	8,9	10,5	1,6	1,8	1,9	2,2
ANTERO RESOURCES	27,7	52,5	51,4	11,1	8,8	9,4	9,0	5,3	4,9
APACHE	34,5	7,3	8,2	7,1	7,1	3,2	3,0	2,7	2,8
CANADIAN	102,5	13,6	12,9	10,8	11,4	7,1	7,0	6,4	6,7
CAPRICORN ENERGY	160,6	56,4	20,1	33,8	-	-	-	-	-
CHESAPEAKE ENERGY	86,9	19,7	25,2	9,9	8,1	5,0	4,5	2,3	2,1
CNX	23,1	15,4	14,4	10,1	8,5	6,2	5,7	5,1	4,7
COMSTOCK RESOURCES	8,6	17,7	36,9	5,7	5,0	5,4	5,2	3,9	3,3
CONOCOPHILLIPS	125,8	14,8	14,6	13,0	12,9	6,3	6,2	6,0	5,9
COTERRA ENERGY	27,9	12,2	14,1	9,2	8,6	5,7	5,9	4,7	4,5
DEVON	49,0	8,6	10,1	9,1	9,0	4,9	5,2	5,0	4,9
DNO	9,7	19,6	6,9	4,1	5,4	2,0	2,0	1,4	1,7
ENERGEAN	1074,0	7,3	3,8	2,8	3,4	5,4	3,6	2,8	2,9
EOG	126,8	10,6	11,2	10,7	10,2	5,6	5,8	5,6	5,3
EQT	34,9	15,2	22,7	7,6	7,0	7,1	6,7	4,1	3,8
EQUINOR	291,0	7,1	8,5	8,2	8,0	1,6	1,8	1,9	1,9
HARBOUR ENERGY	274,9	30,0	5,6	6,2	8,0	1,2	1,0	1,3	1,5
MARATHON OIL	27,7	10,7	10,7	9,1	8,5	4,6	4,7	4,6	4,5
OCCIDENTAL	64,8	17,8	19,6	15,4	13,1	6,1	6,1	5,3	5,3
PETROBRAS	14,9	3,9	3,8	4,0	3,3	2,6	2,7	2,9	2,8
PIONEER NATURAL RESOURCES	259,0	12,4	12,8	12,0	11,6	6,8	6,8	6,4	6,2
RANGE RESOURCES	33,6	15,0	13,8	9,1	8,8	8,1	8,0	6,2	6,1
ROMGAZ	54,6	8,0	9,7	8,3	-	3,5	3,6	4,8	-
SAUDI ARAMCO	30,9	16,3	16,9	16,7	16,4	7,8	8,0	7,9	7,7
SERICA ENERGY	184,5	5,1	2,7	3,1	4,3	0,6	0,6	0,6	-
SANTOS	7,6	10,8	11,9	12,1	10,2	4,9	5,3	5,1	4,5
SOUTHWESTERN ENERGY	7,4	11,5	10,2	5,3	4,5	5,2	5,4	3,7	3,2
TULLOW OIL	31,2	2,5	2,3	2,3	1,9	2,6	2,5	2,5	2,5
maksimum		56,4	51,4	33,8	16,4	9,4	9,0	7,9	7,7
minimum		2,5	2,3	2,3	1,9	0,6	0,6	0,6	1,5
Mediana		12,3	11,5	9,1	8,5	5,2	5,2	4,6	4,5
PKN	62,4	2,6	6,1	4,4	4,5	1,7	2,9	2,5	2,4
Premia (dyskonto)		-79%	-47%	-51%	-47%	-67%	-45%	-46%	-46%

Implikowana wycena								
Mediana	12,3	11,5	9,1	8,5	5,2	5,2	4,6	4,5
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%	
Waga okresu	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena na akcję (PLN)	126,67							
Źródło: mBank								

Grupa porównawcza – Spółki użyteczności publicznej

	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2023	2024P	2025P	2026P	2023	2024P	2025P	2026P
A2A	1,6	8,9	8,7	10,0	10,4	5,4	5,2	5,2	5,0
CENTRICA	126,7	4,2	7,0	8,6	9,9	1,4	2,2	2,8	3,3
ENAGAS	13,5	11,5	13,8	15,6	15,7	9,2	9,5	10,2	10,6
ENDESA	16,7	14,3	10,7	9,7	9,3	6,7	5,7	5,4	5,3
E.ON	12,5	10,8	11,6	11,8	12,1	7,2	7,5	7,3	7,2
ENGIE	15,5	7,0	8,8	9,5	10,0	4,8	5,2	5,3	5,4
HERA	3,3	12,6	12,7	12,1	11,1	6,4	6,5	6,3	6,2
NATURGY	19,8	9,6	11,2	12,3	12,5	6,3	6,9	6,9	6,9
RED ELECTRICA	15,9	12,9	17,1	16,7	15,0	9,6	10,9	10,5	9,7
SNAM	4,4	12,9	12,4	12,1	11,7	12,1	10,8	10,2	9,7
maksimum		14,3	17,1	16,7	15,7	12,1	10,9	10,5	10,6
minimum		4,2	7,0	8,6	9,3	1,4	2,2	2,8	3,3
Mediana		11,1	11,4	12,0	11,4	6,6	6,7	6,6	6,5
PKN	62,4	2,6	6,1	4,4	4,5	1,7	2,9	2,5	2,4
Premia (dyskonto)		-76%	-46%	-63%	-61%	-74%	-57%	-63%	-63%

Implikowana wycena

Mediana	11,1	11,4	12,0	11,4	6,6	6,7	6,6	6,5
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%	
Waga okresu	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena na akcję (PLN)	169,95							

Źródło: mBank



Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF na lata 2024-2033.
- Przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec marca 2024 r. Dług netto przyjmujemy na poziomie z końca 2023 r. wraz z leasingiem. Wartość firmy korygujemy o rezerwy środowiskowe minus aktywa inwestycyjne, udziały w spółce Europogaz oraz środki o ograniczonej możliwości dysponowania przeznaczone na reklamację ziemi.
- Przy obliczaniu wartości rezydualnej, zrównujemy wielkość nakładów inwestycyjnych do poziomu amortyzacji.
- Stopa wolna od ryzyka wynosi 4,5%, a beta 1,2x (bez zmian po zeszłorocznym wzroście ze względu na ryzyko polityczne - potencjał wzrostu w naszym modelu DCF w przyszłości).
- Stopę wzrostu FCF po 2033 r. przyjmujemy na 2,0%.

Założenia modelu DCF:

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Cena ropy Brent (USD/bbl)	90,0	90,0	80,0	70,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Spread Ural/Brent (USD/bbl)	15,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Spread Arab Light/Brent (USD/bbl)	-2,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Marża rafineryjna (USD/bbl)	14,0	9,8	7,8	5,8	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Marża poliolefiny (USD/t)	975	984	1024	981	1018	1018	1018	1018	1018	1018
Marża olefiny (USD/t)	314	365	417	406	437	437	437	437	437	437
Marża PTA-toluen (USD/t)	-197	-155	-7	25	30	30	30	30	30	30
Marża PCV (USD/t)	646	616	646	646	646	646	646	646	646	646
Cena gazu ziemnego TTF (EUR/MWh)	30,0	30,0	30,0	25,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Cena energii na TGE (PLN/MWh)	638	457	432	424	390	366	365	361	359	357
Cena CO2 (EUR/t)	55	60	65	71	77	84	92	100	100	100
USD/PLN	3,93	3,75	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57
EUR/PLN	4,24	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20



Model DCF

(mIn PLN)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	+
Przychody	372 640	292 373	272 593	253 622	239 457	221 094	219 952	222 921	226 163	229 516	232 986
zmiana	31,9%	-21,5%	-6,8%	-7,0%	-5,6%	-7,7%	-0,5%	1,3%	1,5%	1,5%	1,5%
EBITDA	49 935	33 018	39 485	39 770	37 466	34 060	33 011	32 754	32 560	32 362	32 346
Marża EBITDA	13,4%	11,3%	14,5%	15,7%	15,6%	15,4%	15,0%	14,7%	14,4%	14,1%	13,9%
Amortyzacja	14 146	14 761	15 819	16 785	18 726	19 118	18 559	17 660	17 150	16 842	16 618
EBIT	35 789	18 256	23 666	22 985	18 739	14 943	14 453	15 095	15 410	15 521	15 727
Marża EBIT	9,6%	6,2%	8,7%	9,1%	7,8%	6,8%	6,6%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Opodatkowanie EBIT	10 260	5 272	5 999	5 589	4 051	2 684	2 610	3 325	3 780	4 092	4 146
NOPLAT	25 529	12 984	17 667	17 396	14 688	12 259	11 843	11 770	11 630	11 429	11 581
CAPEX	-36 123	-36 023	-31 732	-27 236	-19 209	-15 776	-15 588	-15 915	-16 258	-16 618	-16 618
Kapitał obrot.	2 782	5 765	1 646	1 198	893	1 762	135	-350	-382	-395	0
FCF	6 334	-2 513	3 400	8 143	15 098	17 362	14 948	13 165	12 140	11 258	11 581
WACC	11,7%	11,2%	11,1%	11,6%	11,9%	12,1%	11,4%	11,9%	12,1%	12,3%	10,9%
Współczynnik dyskonta	1,00	0,92	0,83	0,74	0,67	0,59	0,53	0,48	0,42	0,38	0,32
PV FCF	0	-2 320	2 826	6 064	10 047	10 307	7 967	6 269	5 157	4 258	
WACC	11,7%	11,2%	11,1%	11,6%	11,9%	12,1%	11,4%	11,9%	12,1%	12,3%	10,9%
Koszt długu	6,0%	5,9%	5,8%	6,2%	6,2%	6,6%	5,9%	6,5%	6,7%	6,9%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	4,9%	4,8%	5,2%	5,2%	5,6%	4,9%	5,5%	5,7%	5,9%	4,5%
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 st. podatku	28,7%	28,9%	25,3%	24,3%	21,6%	18,0%	18,1%	22,0%	24,5%	26,4%	26,4%
Dług netto / EV	7,1%	10,9%	11,6%	10,3%	6,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Koszt kapitału własnego	12,2%	12,1%	12,0%	12,4%	12,4%	12,8%	12,1%	12,7%	12,9%	13,1%	11,7%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	129 617
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	41 643
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	54 041
Wartość firmy (EV)	95 683
Dług netto skor.	12 611
Udziały mniejszości	1 040
Rezerwy środowiskowe bez pozostałych aktywów	3 403
Wartość firmy	78 629
Liczba akcji bez akcji własnych (mIn szt.)	1160,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	67,73
12-to miesięczny koszt kapitału własnego	12,2%
Cena docelowa (PLN)	76,02

EV/EBITDA ('24) dla ceny docelowej	2,1
P/E ('24) dla ceny docelowej	3,2
Udział TV w EV	39,5%

Źródło: mBank

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1 0 p.p.	65,90	68,66	71,97	76,02	81,09
WACC +0 5 p.p.	67,22	70,23	73,89	78,41	84,14
WACC	68,66	71,97	76,02	81,09	87,63
WACC -0 5 p.p.	70,23	73,89	78,41	84,14	91,66
WACC -1 0 p.p.	71,97	76,02	81,09	87,63	96,37

RZiS

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	282 434	372 640	292 373	272 593	253 622
EBITDA LIFO	51 918	46 750	32 832	39 964	40 495
Rafineria	27 106	10 555	11 142	9 906	7 936
Petrochemia	3 676	-860	-837	-639	-181
Sieć detaliczna	2 770	2 128	2 807	3 254	3 688
Energetyka	5 382	5 175	6 737	7 460	8 985
Upstream	7 928	2 131	-3 332	12 051	11 432
Segment gazu	6 261	29 131	17 976	9 635	10 380
Inne	-1 205	-1 510	-1 661	-1 703	-1 745
Efekt LIFO	1097	-906	186	-478	-725
Pozycje jednorazowe	3 047	4 091	0	0	0
EBITDA	56 062	49 935	33 018	39 485	39 770
Amortyzacja	7 724	14 146	14 761	15 819	16 785
EBIT	48 338	35 789	18 256	23 666	22 985
Przychody/koszty finansowe	-520	2 036	-1 178	-1 384	-1 261
Zysk brutto	47 818	37 825	17 078	22 283	21 725
Stawka podatku	16,8%	27,1%	30,9%	26,9%	25,7%
Zysk netto	39 654	27 553	11 806	16 283	16 135

Bilans

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	174 394	184 115	205 376	221 290	231 741
Rzeczowe aktywa trwałe	136 387	147 648	167 516	182 317	191 946
WNIP	23 630	27 991	29 384	30 497	31 319
Aktywa obrot.	138 795	95 955	84 493	79 124	73 409
Zapasy	44 304	32 910	31 904	29 505	26 639
Należności handl.	37 931	41 043	32 202	30 024	27 934
Środki pieniężne	21 046	13 311	11 695	10 904	10 145
Kapitały własne	142 048	164 763	171 801	183 142	194 161
Udziały mniejszości	1 040	1 062	1 062	1 062	1 062
Zob. długot.	47 293	44 822	49 636	51 138	49 362
Kredyty	11 973	10 671	15 485	16 987	15 211
Leasing	8 131	9 342	9 342	9 342	9 342
rezerwy	8 229	10 158	10 158	10 158	10 158
Zob. krótkot.	122 808	69 423	67 370	65 071	60 565
Kredyty	7 252	4 496	6 524	7 157	6 409
Leasing	1 405	1 413	1 413	1 413	1 413
Zob. handlowe	40 210	41 462	37 380	34 449	30 692
Podatek odroczoney	14 603	2 372	2 372	2 372	2 372
Wskaźnik rotacji zapasów	57	32	40	40	38
Cykl należności	49	40	40	40	40
Cykl zobowiązań	52	41	47	46	44
Dług netto	7 715	12 611	21 070	23 996	22 230
DN/EBITDA	0,15	0,27	0,64	0,60	0,55

Źródło: mBank

Rachunek CF

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
CF oper.	31 084	44 098	33 510	35 132	35 379
Kapitał obrot.	-16 318	9 021	5 765	1 646	1 198
CF inwest.	962	-36 262	-36 023	-31 732	-27 236
CAPEX	-20 236	-36 123	-36 023	-31 732	-27 236
Fuzje i przejęcia	-889	1 195	0	0	0
CF fin.	-14 570	-11 982	896	-4 191	-8 902
Odsetki					
Wypłacona dywidenda	-1 500	-6 385	-4 818	-4 992	-5 166
Rachunek CF	17 476	-4 146	-1 616	-791	-759
CFO/Skor. EBITDA	59,9%	94,3%	102,1%	87,9%	87,4%
FCFF	10 848	7 975	-2 513	3 400	8 143
FCFF/EV	13,4%	9,3%	-2,7%	3,5%	8,5%
FCFE	10 355	8 769	-3 641	2 066	6 933
FCFE/MCAP	14,3%	12,1%	-5,0%	2,9%	9,6%
ROIC	35,4%	17,6%	7,9%	9,5%	8,7%
ROCE	36,2%	17,8%	8,4%	10,3%	9,6%
DPS	1,29	5,50	4,15	4,30	4,45
Stopa wypłaty dyw.	13,5%	16,1%	17,5%	42,3%	31,7%
DYield	2,1%	8,8%	6,7%	6,9%	7,1%

Key ratios/KPIs

	2022	2023	2024P	2025P	2026P
P/E	1,8	2,6	6,1	4,4	4,5
EV/EBITDA LIFO	1,6	1,8	2,9	2,4	2,4
P/S	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
P/CF	2,3	1,6	2,2	2,1	2,0
P/FCFE	7,0	8,3	-19,9	35,1	10,4
Produkcja (tys. boe/d)	53,6	173,1	190,6	192,3	194,1
Ropa naftowa/NGL	40%	27%	26%	25%	25%
Gaz ziemny	60%	73%	74%	75%	75%
EBITDA (USD/boe)	90,8	56,7	44,5	45,8	45,1
Przerób rafinerii (mln t)	37,1	38,5	39,1	39,1	39,1
EBITDA (USD/boe)	22,4	8,9	9,7	8,5	7,0
Produkcja petrochem.	2,9	2,3	2,7	2,8	2,8
EBITDA (USD/t)	285	-87	-78	-60	-18
Stacje paliwowe	3097	3170	3190	3210	3230
EBITDA (USD/stację)	0,21	0,16	0,22	0,27	0,32
WRA w Dystrybucji	31 761	34 429	35 704	37 773	39 992
Gas	17 610	19 800	20 177	20 752	21 412
Energetyka	14 151	14 629	15 527	17 022	18 580
EBITDA	4 771	5 307	6 121	6 321	6 535
cena (PLN)	62,38	62,38	62,38	62,38	62,38
Liczba akcji (mln)	1 160,9	1 160,9	1 160,9	1 160,9	1 160,9
Kapitalizacja	72 420	72 420	72 420	72 420	72 420
EV	81 175	86 093	94 551	97 478	95 711

wtorek, 26 marca 2024 | raport analityczny

Unimot: kupuj (nowa)

UNT PW; UNT.WA | Obrót paliwami, Polska

Umiejętność adaptacji i wykorzystane szanse

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Grupy Unimot od rekomendacji kupuj z ceną docelową 172,96 PLN.

W ostatnich 5 latach Unimot osiągnął imponujący wzrost organiczny, udowodnił zdolność do przystosowania się do trudnego otoczenia i z powodzeniem wykorzystał szanse pojawiające się na rynku M&A, jak i na kluczowym rynku paliw. Po przełomowym przejściu aktywów od Lotosu, dzięki dogłębnej znajomości rynku, Unimot jest dziś gotowy do pełnego wykorzystania potencjału polskiego rynku paliw i asfaltów i zwiększania EBITDA o ponad 8% rocznie w ciągu 3 lat. Warunki na kluczowym rynku diesla po trudnym 2023 roku powinny się poprawić.

Pomimo ubiegłorocznego wzrostu notowań Unimot jest obecnie nadal wyceniany z ok. 20% dyskontem do grupy porównawczej. Jednocześnie zmienił się profil inwestycyjny Spółki, która przekształciła się w działający na większą skalę zdywersyfikowany biznes realizujący synergie i jako taki zasługujący na re-rating wobec historycznych mnożników (śr. EV/EBITDA 12M fwd w 2020-23 to ok. 6,0x).

Imponujący wzrost i elastyczność

W ostatnich 5 latach Unimot znacząco zwiększył wolumeny w głównych obszarach działalności (z CAGR 18% w paliwach, 19% w LPG, 11% w gazie ziemnym, 20% w energii elektrycznej i 45% w sprzedaży na stacjach benzynowych), wyprzedzając konkurencję i zwiększając udział w rynku. Spółce udało się również wykorzystać szanse pojawiające się w trudnym otoczeniu rynkowym (pandemia, kryzys energetyczny, sankcje, zakłócenia logistyki, fuzja Lotos-Orlen) i zwiększyć średnioroczną EBITDA w I. 2021-23 do 0,3 mld PLN wobec 50 mln PLN w 2018-2020. Dowodem na umiejętność Spółki do szybkiego dostosowania się do pogarszających się warunków rynkowych był wynajem w 2022 r. terminala Gulfhavn, przekierowanie dostaw i wejście na rynek ukraiński.

Przejęcia i wartość dla akcjonariuszy

W 2023 r. Unimot sfinalizował kilka przejęć, z których największym był przełomowy zakup aktywów od Lotosu. Implikowane wskaźniki tych transakcji wyglądają atrakcyjnie (EV/EBITDA <5 w oparciu o wyniki historyczne) i uważamy, że przy wykorzystaniu doświadczenia Unimotu i sprzyjającego otoczenia biznesowego wygenerują one dodatkową wartość dla akcjonariuszy. Wyniki Unimotu za pierwsze 9 miesięcy 2023 r. pokazały, że pierwotne prognozy dotyczące potencjału wynikowego przejętych aktywów są zbyt konserwatywne i nawet pierwsza kontrybucja EBITDA, nie licząc nawet przyszłych synergii, może zaskoczyć na plus.

Potencjał rynku adresowalnego

Potencjał wzrostu polskiego rynku paliw płynnych jest silnie skorelowany ze wzrostem PKB – w I. 2018-23 CAGR rynku wyniósł 2,3% wobec średniego wzrostu PKB o 3%, pomimo trudnego otoczenia pandemicznego. Oczekujemy, że trendy te utrzymają się w kolejnych latach, gdy PKB ma rosnąć o 3,3% rocznie.

Dodatkowo, wraz z przejściem aktywów Lotosu, Unimot stał się drugim największym graczem na polskim rynku asfaltów, zdolnym do zaspokojenia 40% krajowego popytu. Zapotrzebowanie na asfalt w Polsce będzie rosnąć wraz ze wzrostem wydatków na drogi, które w I. 2024-2030 mają wynieść 35 mld PLN rocznie wobec ok. 16 mld PLN w I. 2021-23.

Kolejnym czynnikiem pozytywnie wpływającym na perspektywę Unimotu jest widoczna od zeszłego roku presja na wzrost cen asfaltu.

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	13,369	11,987	12,756	12,137	11,258
Skor. EBITDA	514	237	301	319	336
Marża	3.8%	2.0%	2.4%	2.6%	3.0%
EBIT	485	197	229	242	253
Zysk netto	374	113	121	150	174
P/E	2.8	9.1	8.5	6.8	5.9
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
P/BV	1.5	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA Skor.	2.0	6.5	5.9	5.1	4.2
DPS	0.00	13.69	4.14	4.43	5.50
Dividend Yield	0.0%	10.9%	3.3%	3.5%	4.4%

Cena bieżąca*	125,60 PLN
cena docelowa	172,96 PLN
Kapitalizacja	1,03 mld PLN
Free float	0,31 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,9 mln PLN

*Cena z 25.03.2024 r., godz. 17.00

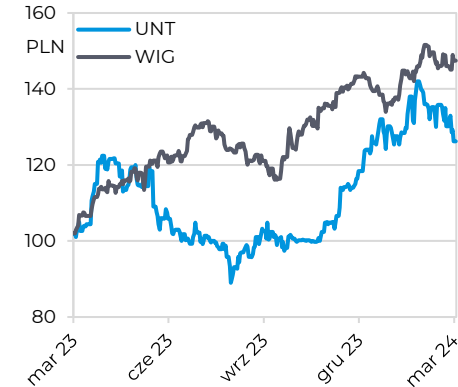
Struktura akcjonariatu

Unimot Express Sp. z o.o.	43,84%
Zemadon Ltd	19,72%
OFE NN	7,52%
Zbigniew Juroszek Family Foundation	6,79%
Pozostali	22,13%

Profil Spółki

Grupa Unimot jest zdywersyfikowaną spółką holdingową specjalizującą się w hurtowym obrocie paliwami płynnymi (olej napędowy, biopaliwa, LPG, paliwo lotnicze), gazem ziemnym, energią elektryczną, asfaltami i węglem. Po nabyciu w 2023 r. aktywów Lotosu, zakres działalności Unimotu poszerzył się o 9 terminali paliwowych (moce 387 tys. m3) i 2 zakładu produkcji asfaltów. Ponadto Unimot zarządza własną flotą cystern drogowych i kolejowych, świadcząc usługi logistyczne i spedycyjne. Spółka prowadzi również sieć stacji paliwowych pod marką Avia.

UNT vs. WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Unimot	172.96	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał wzrostu
Unimot	125.60	172.96	37.7%

Analitik:

Kamil Kliszcz
Dyrektor Departamentu Analiz
Ekspert ds. analiz
+48 667 770 837
kamil.kliszcz@mbank.pl

Wycena

Wartość Grupy Unimot na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej szacujemy w perspektywie 12 miesięcy na 172,96 PLN.

Podsumowanie wyceny

(PLN)	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	157,15
Wycena DCF	50%	149,47
	Cena	153,31
	Cena docelowa za 12 m-cy	172,96

Źródło: mBank

Wycena porównawcza

Większość globalnych konkurentów Unimot (spółki zajmujące się obrotem towarami, jak Vitol, Mercuria Group, Trafigura, Gunvor) nie jest notowana na giełdzie. Dlatego stworzenie dobrze dopasowanej grupy porównawczej do wyceny wskaźnikowej okazało się sporym wyzwaniem.

Ostatecznie zdecydowaliśmy się porównać Unimot do globalnych firm zajmujących się handlem różnymi towarami (ADM, Glencore, UGI) oraz do spółek oferujących usługi

logistyczne (Baywa, Vopak). W modelu uwzględniliśmy również regionalne zintegrowane spółki paliwowo-gazowe (Orlen, MOL).

Szacowanym na lata 2024-26 wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisaliśmy równe wagi. Równe wagi przypisujemy również poszczególnym latom prognozy.

Wycena porównawcza

	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2023	2024P	2025P	2026P	2023	2024P	2025P	2026P
ARCHER-DANIELS-MIDLAND	62,5	8,9	11,1	10,8	10,4	6,5	7,7	7,8	7,8
BAYWA-BAYERISCHE WARENVERMIT	24,3	67,9	16,2	5,7	4,5	12,0	11,3	10,1	-
GLENCORE	424,8	10,0	13,0	11,8	11,6	5,2	5,7	5,4	5,5
MOL	2 918,0	4,5	4,3	6,2	6,4	3,0	2,7	3,4	3,2
ORLEN	62,4	2,6	6,1	4,4	4,5	1,7	2,9	2,5	2,4
UGI	24,0	8,7	8,5	8,1	8,4	38,4	7,2	7,0	6,9
VOPAK	34,8	11,0	10,6	10,6	9,7	7,0	7,5	7,1	6,9
maksimum		67,9	16,2	11,8	11,6	38,4	11,3	10,1	7,8
minimum		2,6	4,3	4,4	4,5	1,7	2,7	2,5	2,4
Mediana		8,9	10,6	8,1	8,4	6,5	7,2	7,0	6,2
UNIMOT	125,6	9,1	8,5	6,8	5,9	5,8	5,9	5,1	4,2
Premia (dyskonto)		2%	-20%	-16%	-30%	-9%	-18%	-28%	-33%

Implikowana wycena

Mediana	8,9	10,6	8,1	8,4	6,5	7,2	7,0	6,2
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%	
Waga okresu	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%

Wycena na akcję (PLN)

157,15

Źródło: mBank

Wycena DCF

- Założenia modelu DCF:
- Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF na lata 2024-2033.
 - Przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec marca 2024 r. Dług netto przyjmujemy na zakładanym poziomie z końca 2023 r. wraz z leasingiem i po korekcie o oczekiwane płatności earn-out związane z przejęciami z 2023 r. oraz o zobowiązania netto dotyczące umów z klientami.
 - Przy obliczaniu wartości rezydualnej, zrównujemy wielkość nakładów inwestycyjnych do poziomu amortyzacji.
 - Stopa wolna od ryzyka = 4,5%, beta = 1,0x. W okresie prognozy RFR oparta jest na bieżącej krzywej dochodowości 10-letnich obligacji.
 - Stoę wzrostu w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.

Założenia modelu DCF:

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Wolumeny paliw (mln m3)	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7
Premia lądowa na dieslu (PLN/m3)	632	605	579	554	530	508	508	508	508	508
Wolumen LPG (tys. ton)	306	260	265	271	276	282	287	293	299	305
Wolumen asfaltów (tys. ton)	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530
Marża na asfaltach (PLN/t)	370	370	339	311	285	262	262	262	262	262
Liczba stacji paliwowych Avia	153	173	193	213	233	253	273	293	313	333
Cena ropy Brent (USD/bbl)	90	90	80	70	60	60	60	60	60	60
Cena oleju napędowego (USD/t)	887	847	754	641	558	558	558	558	558	558
USD/PLN	3,93	3,75	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57

Model DCF

(mln PLN)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	+
Przychody	12 756	12 137	11 259	10 559	10 086	10 396	10 726	11 072	11 426	11 789	11 789
zmiana	6,4%	-4,9%	-7,2%	-6,2%	-4,5%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	0,0%
EBITDA	301	319	336	345	346	324	333	342	351	360	360
Marża EBITDA	2,4%	2,6%	3,0%	3,3%	3,4%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Amortyzacja	72	77	83	87	92	79	81	82	84	86	86
EBIT	229	242	253	258	254	245	252	260	267	275	275
Marża EBIT	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Opodatkowanie EBIT	43	46	48	49	48	47	48	49	51	52	52
NOPLAT	185	196	205	209	206	198	204	210	216	222	222
CAPEX	-86	-86	-86	-86	-86	-86	-86	-86	-86	-86	-86
Kapitał obrot.	-307	50	83	74	53	-22	-23	-24	-25	-26	0
FCF	-136	237	285	285	265	169	176	182	189	197	222
WACC	10,1%	12,4%	12,0%	13,4%	13,7%	11,7%	12,4%	12,4%	13,0%	13,4%	10,0%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,83	0,74	0,65	0,57	0,51	0,46	0,41	0,36	0,32	0,32
PV FCF	-126	196	211	186	152	87	80	74	68	62	
WACC	10,1%	12,4%	12,0%	13,4%	13,7%	11,7%	12,4%	12,4%	13,0%	13,4%	10,0%
Koszt długu	8,8%	10,8%	9,5%	10,1%	9,7%	8,3%	9,0%	9,0%	9,6%	10,0%	6,5%
Stopa wolna od ryzyka	6,8%	8,8%	7,5%	8,1%	7,7%	6,3%	7,0%	7,0%	7,6%	8,0%	4,5%
Premia za ryzyko	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Efektywna st. podatku	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	48,3%	39,3%	26,7%	12,3%	0,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Koszt kapitału własnego	12,8%	14,8%	13,5%	14,1%	13,7%	12,3%	13,0%	13,0%	13,6%	14,0%	10,5%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
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	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	2 789
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	884
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	990
Wartość firmy (EV)	1 874
Dług netto skor.	649
Wartość firmy	1 225
Liczba akcji bez akcji własnych (mln szt.)	8,20
Wartość firmy na akcję (PLN)	149,47
12-to miesięczny koszt kapitału własnego	12,8%
Cena docelowa (PLN)	168,63

EV/EBITDA ('24) dla ceny docelowej	6,8
P/E ('24) dla ceny docelowej	11,4
Udział TV w EV	47,2%

Źródło: mBank

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1 0 p.p.	135,38	144,24	155,08	168,63	186,06
WACC +0 5 p.p.	139,60	149,37	161,45	176,76	196,80
WACC	144,24	155,08	168,63	186,06	209,33
WACC -0 5 p.p.	149,37	161,45	176,76	196,80	224,15
WACC -1 0 p.p.	155,08	168,63	186,06	209,33	241,95

RZiS

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	13 369	11 987	12 756	12 137	11 258
EBITDA	502	263	301	319	336
EBITDA skor.	514	237	301	319	336
Diesel/Biopaliwa	436	42	109	113	127
LPG	69	53	51	55	52
Asfalty	2	81	105	114	110
Infrastruktura	0	36	44	44	45
Obrót gazem i energią	77	55	25	22	24
Stacje paliwowe	4	6	11	17	26
Inne	-75	-36	-45	-46	-47
Amortyzacja	16	66	72	77	83
EBIT	485	197	229	242	253
Przychody/koszty finansowe	-21	-57	-80	-56	-38
Zysk brutto	464	140	149	186	215
Stawka podatku	19,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Zysk netto	374	113	121	150	174

Rachunek CF

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
CF oper.	502	-6	-35	334	379
Kapitał obrot.	39	-205	-307	50	84
CF inwest.	-106	-210	-86	-86	-86
CAPEX	-62	-170	-86	-86	-86
Fuzje i przejęcia	-1	-82	0	0	0
CF fin.	-38	154	149	-271	-325
Odsetki	-22	-57	-80	-56	-38
Rachunek CF	358	-62	28	-23	-33
CFO/EBITDA	100,1%	-2,4%	-11,5%	104,5%	112,7%
FCFF	439	-258	-121	248	293
FCFF/EV	42,4%	-16,7%	-6,8%	15,3%	20,7%
FCFE	417	-315	-200	191	254
FCFE/MCAP	40,4%	-30,5%	-19,3%	18,5%	24,6%
ROIC	57,4%	16,6%	13,5%	13,0%	14,1%
ROCE	79,7%	18,9%	16,4%	16,0%	16,6%
DPS	0,00	13,69	4,14	4,43	5,50
Stopa wypłaty dyw.	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
DYield	0,0%	10,9%	3,3%	3,5%	4,4%

Bilans

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	269	740	754	763	766
Rzeczowe aktywa trwałe	102	423	438	448	452
WNIP	125	261	261	260	258
Podatek odroczony	19	32	32	32	32
Aktywa obrot.	1 396	1 918	2 294	2 183	2 013
Zapasy	257	501	799	757	685
Należności handl.	729	907	957	910	844
Instr. pochodne	8	8	8	8	8
Depozyty	72	30	30	30	30
Środki pieniężne	312	444	472	449	417
Kapitały własne	704	705	792	906	1 035
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zob. długot.	97	573	715	619	488
Pożyczki/leasing	96	515	657	561	430
Instr. pochodne	0	8	8	8	8
rezerwy	0	18	18	18	18
Zob. krótkot.	865	1 380	1 541	1 421	1 256
Pożyczki/leasing	218	435	556	474	363
Rezerwy	23	18	18	18	18
Instr. pochodne	1	51	51	51	51
Umowy z klientami	73	121	121	121	121
Zob. handlowe	533	750	791	752	698
Dług netto	2	507	741	586	376
DN/EBITDA	0,0	1,9	2,5	1,8	1,1
Skor. dług netto	-9	649	883	727	518
DN/EBITDA	0,0	2,7	2,9	2,3	1,5

Kluczowe wskaźniki finansowe /KPI

	2022	2023	2024P	2025P	2026P
P/E	2,8	9,1	8,5	6,8	5,9
EV/EBITDA skor.	2,0	6,5	5,9	5,1	4,2
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/BV	1,5	1,5	1,3	1,1	1,0
P/CF	2,1	-	-	3,1	2,7
P/FCFE	2,5	-	-	5,4	4,0
Sprzedaż diesla/biopaliw (mln t)	1,78	1,94	2,01	2,10	2,17
Wzrost R/R	12,7%	8,6%	3,8%	4,5%	3,2%
Marża jednostkowa	244	22	54	54	58
Sprzedaż LPG (mln ton)	0,26	0,30	0,31	0,26	0,27
Wzrost R/R	16%	17%	2%	-15%	2%
Marża jednostkowa	270	177	168	211	197
Sprzedaż asfaltów (mln ton)	0,06	0,48	0,53	0,53	0,53
Wzrost R/R	-2%	770%	10%	0%	0%
Marża jednostkowa	35	168	199	214	207
Sprzedaż gazu/energii (TWh)	3,6	4,5	4,5	4,6	4,6
Marża jednostkowa	21	12	5	5	5
Liczba stacji Avia	106	133	153	173	193
Wskaźnik rotacji zapasów	7	15	23	23	22
Cykl należności	20	28	27	27	27
Cykl zobowiązań	15	23	23	23	23
Cena (PLN)	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6
Liczba akcji (mln)	8,20	8,20	8,20	8,20	8,20
Kapitalizacja	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030
EV	1 031	1 536	1 770	1 615	1 406

Źródło: mBank

**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 ekwiwalenty; **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 księgowa), 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:** FCFF - odsetki netto (dług + 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 12 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 10%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od 0% do +10%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 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 spółki Sygnty. 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_rynnek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek Sygnty, 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 świadczyć, 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.

W Biurze maklerskim mBanku S.A. („BM”) obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne, ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Poszczególne rodzaje działalności maklerskiej zostały rozdzielone w ramach wewnętrznej struktury organizacyjnej BM, w szczególności departament sporządzający analizy został wydzielony od innej działalności maklerskiej. Stworzono „chińskie mury”, czyli bariery informacyjne uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi komórkami organizacyjnym lub pracownikami BM.

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.

Unimot jest klientem BM.

ORLEN SA, Unimot są klientami Banku.

ORLEN SA, Unimot są kontrahentem mBank S.A.

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

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26.03.2024 r. o godzinie 7:32.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26.03.2024 r. o godzinie 8:30.

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: <https://mdm.pl/bm/analizy>

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:**MOL (Kamil Kliszcz)**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2023-12-01	2023-10-02	2023-07-03	2023-04-03
cena docelowa (HUF)	4 082,00	4 712,00	4 209,00	4 048,00
kurs z dnia rekomendacji	2 780,00	2 794,00	2 988,00	2 564,00

Orlen (Kamil Kliszcz)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2023-12-01	2023-10-02	2023-07-03	2023-04-03
cena docelowa (PLN)	95,30	104,72	94,60	88,14
kurs z dnia rekomendacji	59,04	58,70	64,41	58,24

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Unimot.



Biuro maklerskie

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyński
dyrektor
+48 667 770 837
kamil.kliszczy@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniąkowski
+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Mateusz Krupa, CFA
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk, CFA
+48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse, deweloperzy

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
+48 510 929 021
beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl
biotechnologia, healthcare

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

Janusz Pięta
+48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Konrad Anuszkiewicz, CFA
+48 510 478 019
konrad.anuszkiewicz@mbank.pl
przemysł, surowce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853 | +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984 | +48 22 697 49 85
karol.kulaj@mbank.pl

Paweł Cyłkowski
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31
pawel.cylkowski@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 696 427 249 | +48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski
dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl