

czwartek, 25 marca 2021 | aktualizacja raportu

Spółki paliwowe

Polska, Węgry

Wciąż atrakcyjna wycena wyników „mid-cycle”

„Szczepionkowa” fala optymizmu rozpoczęta w listopadzie pozwoliła na odrobienie znacznej części pandemicznych strat w notowaniach spółek paliwowych, ale wciąż do poziomów z początku ubiegłego roku brakuje 20-30%. Wyceny nie są wymagające, ale też zwracamy uwagę że powrót do zyskowności z 2019 roku to raczej perspektywa 2023 roku. W naszym bazowym scenariuszu makro (utrzymanie wysokich cen surowców, odbudowa marż w rafinerii ze wskazaniem na premię za kompleksowość przerobu, spadek marżowości w petrochemii, normalizacja marż detalicznych, wysokie ceny CO₂) największą pozytywną dźwignię oferuje Lotos (rekommendacja kupuj utrzymana). Nie zmieniamy także pozytywnego nastawienia do akcji MOL-a, który zapewnia zrównoważoną ekspozycję na upstream/downstream przy relatywnie atrakcyjnej waluacji wskaźnikowej. Na tym tle najmniej interesująco wypada Orlen, którego wyniki są ujemnie skorelowane z cenami gazu, a dodatkowo Spółka rozpoczęła bardzo intensywny program inwestycyjny, co implikuje ujemny FCF przez najbliższe 3 lata.

Rynek paliw – powrót „normalności” w 2022 roku

Odchylenie od referencyjnych poziomów wynosi ~4mb/d i oczekujemy, że ta luka zostanie domknięta w styczniu 2022 r. Szybka odbudowa konsumpcji benzyny w 2H'20 będzie równoważona przez wolniejszą poprawę w paliwie lotniczym (nierównomierne zaawansowanie procesu szczepień). Zmiany zwyczajów komunikacyjnych po pandemii powinny mieć netto w miarę neutralny wpływ na popyt (praca zdalna vs rezygnacja z transportu zbiorowego). W średnim terminie wyzwaniem będzie rozwój samochodów EV (w 2025 roku ubytek zapotrzebowania może sięgnąć 1,5 mb/d).

Ropa i gaz – droższe surowce zostaną na dłużej

Polityka OPEC+ skoncentrowana na szybkiej redukcji nadwyżki zapasów ropy została już zdyskontowana, a w perspektywie 2022 roku oczekujemy rozluźnienia bilansu (wzrost produkcji w USA, luzowanie restrykcji kartelu, powrót Iranu na rynek). Nie zakładamy już jednak spadku cen Brent poniżej 60 USD/Bbl średniorocznie w latach. Na rynku gazu z nawiązką zrealizował się nasz pozytywny scenariusz (odbudowa popytu, spadek zapasów, „fuel switch”) i choć podnosimy nasze prognozy o 5% to plasujemy się konserwatywnie ~7% poniżej aktualnej krzywej terminowej.

Rafineria – premia za kompleksowość powróci

Odbudowa marżowości na przerobie zajmie więcej czasu niż wcześniej zakładaliśmy (wyższe ceny ropy, wolniejsza odbudowa popytu, koszty zużyć własnych, marże na niszowych produktach), szczególnie w kontekście uruchamianych nowych mocy wytwórczych. Wraz ze wzrostem użycia mocy zakładamy rosnącą premię dla bardziej kompleksowych rafinerii (pogorszenie marży na HSFO). Normalizacja sytuacji na rynku będzie też skutkować w ograniczeniu premii ładowych/handlowych i kompresji rekordowych marż paliwowych na stacjach benzynowych.

Petrochemia – rekordowe marże nie do utrzymania

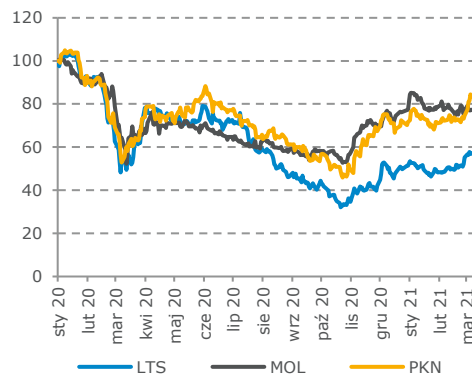
Segment petrochemiczny stał się największym pozytywnym zaskoczeniem pandemii, gdyż popyt segmentu jednorazowych opakowań zneutralizował ubytek konsumpcji z innych branż, a dodatkowo pojawiły się turbulencje po stronie podaży (awarie instalacji, mrozy w Teksasie), co winduje modelowe marże na większości produktów. W tej sytuacji podnosimy nasze założenia, ale wciąż zakładamy tąpnięcie benchmarków z obecnych rekordów (zluzowanie krótkoterminowych wąskich gardeł: ceny frachtu, import do Europy, uruchomienie dużych instalacji, domknięcie spreadu EU-Chiny).

Spółka	P/E			EV/EBITDA LIFO*			DYield		FCFF/EV 2021-23
	'21P	'22P	'23P	'21P	'22P	'23P	'21P	'22P	
Lotos	15,9	10,5	6,8	6,7	4,2	3,3	2,4%	7,1%	9,5%
MOL	11,5	18,5	9,6	4,3	4,6	3,8	4,8%	4,8%	4,1%
PKN Orlen	15,0	17,2	11,3	6,5	6,3	5,8	5,6%	5,6%	-2,9%

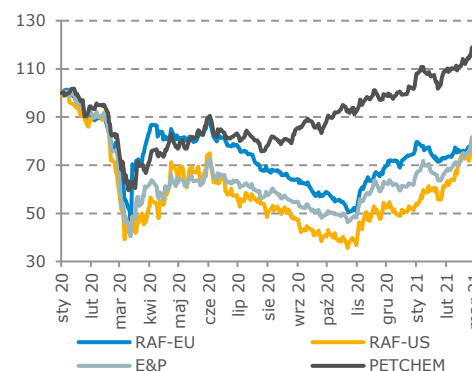
*wskaźniki na podstawie wyników oczyszczonych

WIG-Paliwa	5 290
WIG	57 082
P/E 2021P	14,1x
EV/EBITDA 2021P	5,8x

LTS, MOL, PKN od wybuchu pandemii



Indeksy sektorowe: spółki E&P, rafinerie (Europa/USA) i koncerny petchem



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Lotos	54,00	49,01	kupuj	kupuj
MOL (HUF)	2 571	2 379	kupuj	akumuluj
PKN Orlen	60,64	58,40	trzymaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Lotos	42,44	54,00	+27,2%
MOL (HUF)	2 184	2 571	+17,7%
PKN Orlen	62,82	60,64	-3,5%

Analityk:

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

czwartek, 25 marca 2021 | aktualizacja raportu

Lotos: kupuj (podtrzymana)

LTS PW; LTSP.WA | Paliwa, Polska

Najlepsza ekspozycja na powrót mobilności

Notowania Lotosu najgorzej sobie radzą z powrotem do poziomów sprzed pandemii, ale nie powinno to dziwić gdyż Spółka ze swoim profilem biznesowym ucierpiała bardziej niż jej regionalni konkurenci. Ten dystans powinien zostać jednak nadrobiony pod warunkiem realizacji naszego scenariusza makro. Wysokie ceny surowców, odbudowa modelowej marży w rafinerii i powrót premii za kompleksowość przerobu (pogorszenie cracków na HSFO z uwagi na ceny ropy i „zaległy” efekt IMO) pozwolą na wzrost EBITDA LIFO do 2,9 mld PLN w perspektywie 2 lat. Lotos stanowi w naszej opinii najlepszą w sektorze ekspozycję na oczekiwany globalny sukces w procesie szczepień i przywrócenie pełnej mobilności. Przy ograniczeniach inwestycyjnych Spółka będzie w stanie generować ponadprzeciętne przepływy pieniężne (FCFF/EV'21-23=10%), co jeszcze bardziej ograniczy zadłużenie i pozwoli na bardziej hojne dywidendy (7% DYield). Na prognozach 2022-23 Spółka jest wyceniona na poziomie <4,0 EV/EBITDA LIFO, znacznie poniżej grupy porównywalnej. Potencjalnym pozytywnym katalizatorem może być też kwestia wezwania ze strony Orlenu (fuzja wymaga zgody akcjonariuszy mniejszościowych Lotosu). W tym kontekście podtrzymujemy rekomendację kupuj i podnosimy cenę docelową do 54,00 PLN (efekt wyceny porównawczej i aplikacji nowych wyższych cen ropy i gazu w średnim terminie).

Mocna poprawa wyników od przyszłego roku

W tym roku EBITDA LIFO będzie jeszcze pod presją (-0,2 mld PLN r/r) z uwagi na wolniejszą normalizację marż rafineryjnych po okresie pandemii. Spodziewamy się jednak, że powrót popytu na paliwa do poziomów sprzed pandemii odbuduje rentowność w kolejnych latach, a każdy 1 USD/Bbl to dodatkowe 0,3 mld PLN EBITDA (+17% do naszej prognozy dla roku 2021). Wysokie ceny ropy wraz z planowanym zwiększeniem wydobycia w 2022 roku będą dodatkowym komponentem mocnego odbicia wyników.

Mocny bilans i wysoki FCF na horyzoncie

Według naszych szacunków Lotos zamknał ubiegły rok z długiem netto na poziomie 2,7 mld PLN, czyli 1,5x EBITDA LIFO. Bieżący rok będzie jeszcze dla Spółki trudny i zapewne zadłużenie nieco wzrośnie, ale zakładana normalizacja marż rafineryjnych zapewni znaczny wzrost przepływów pieniężnych w latach kolejnych, szczególnie że aktualnie poza inwestycjami w segmencie wydobywczym (Yme, B8) Spółka nie uruchomiła żadnych większych projektów. Oczekujemy, że FCFF/EV w latach 2022-23 będzie sięgał 14%, co pozwoli na powrót do wysokich dywidend (DYield 7%).

Co z fuzją z PKN?

Lotos rozpoczął przygotowania do reorganizacji Grupy pod kątem realizacji środków zaradczych, których spełnienie warunkuje przejęcie Spółki przez PKN. Jednym z warunków jest wydzielenie rafinerii do osobnego podmiotu i zbycie 30% udziałów, co będzie wymagało zgody WZA kwalifikowaną większością głosów. W naszej opinii jest to swego rodzaju polisa ubezpieczeniowa akcjonariuszy mniejszościowych i karta przetargowa w negocjacjach dotyczących parytetu wymiany akcji lub ceny w wezwaniu.

(mIn PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	29 493,3	20 363,7	26 284,0	25 990,7	26 345,4
EBITDA	2 879,0	-329,5	1 942,4	2 465,8	2 905,2
marża EBITDA	9,8%	-1,6%	7,4%	9,5%	11,0%
EBIT	1 969,7	-1 392,3	885,6	1 338,1	1 767,5
Zysk netto	1 152,9	-1 197,8	493,8	744,2	1 148,5
P/E	6,8	-	15,9	10,5	6,8
P/CE	3,8	-	5,1	4,2	3,4
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	3,7	-	5,7	4,2	3,3
DPS	3,00	1,00	1,00	3,00	3,00
DYield	7,1%	2,4%	2,4%	7,1%	7,1%

Cena bieżąca	42,44 PLN
Cena docelowa	54,00 PLN
Kapitalizacja	7,85 mld PLN
Free float	3,67 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	71,4 mln PLN

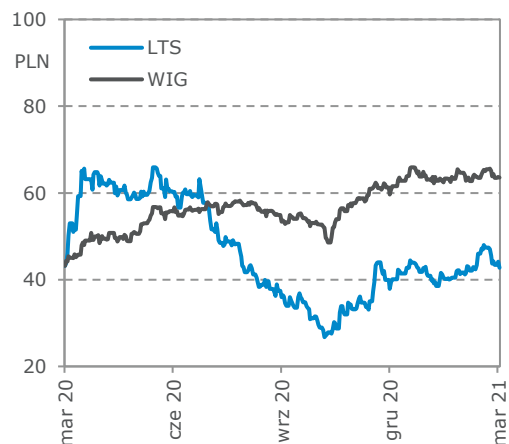
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	53,19%
Pozostali	46,81%

Profil spółki

Grupa Lotos jest drugą co do wielkości grupą rafineryjną w Polsce o mocach przerobowych 10,5 mln ton rocznie. Spółka posiada także trzecią co do wielkości sieć stacji paliw w Polsce (511 stacji), a także aktywa wydobywcze na Morzu Bałtyckim (Petrobaltic i litewska Geonafta) oraz na Morzu Norweskim (łącznie zasoby 2P szacowane są na około 75 mln boe).

Kurs akcji Lotos na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Lotos	54,00	49,01	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Lotos	42,44	54,00	+27,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	EBITDA LIFO	-6,8%	+6,0%
Zysk netto	-14,5%	+0,8%	+26,6%
Brent (USD/Bbl)	+30,0%	+20,0%	+20,0%
Marża+U/B (USD/Bbl)	-33,1%	-16,4%	+3,1%
USD/PLN	+3,6%	0,0%	0,0%

Analityk:

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

czwartek, 25 marca 2021 | aktualizacja raportu

MOL: kupuj (podwyższona)

MOL HB; MOLB.BU | Paliwa, Węgry

Zrównoważona ekspozycja na trendy makro

Kurs MOL odrobił większość pandemicznych strat, ale wciąż do poziomów z początku 2020 brakuje ~20%. Tymczasem dzięki sprzyjającym tendencjom na cenach surowców tegoroczna CCS EBITDA będzie tylko 5% niższa od wyniku z 2019 roku. Zwracamy uwagę, że koncern oferuje zrównoważoną ekspozycję na wszystkie kluczowe elementy naszego bazowego scenariusza makro (drogie surowce, odbicie w rafinerii) i choć ucierni na zakładanej kontrakcji marż petrochemicznych w kolejnych latach, to będzie w stanie wrócić do poziomu 2,5 mld USD w perspektywie 2023 roku. Relatywnie niska wycena, mocny bilans, wysoki FCF yield i stabilna dywidenda, połączona z zaadresowanym problemem emisyjności powinny dodatkowo wspierać sentyment inwestycyjny wokół Spółki. Uwzględniając nowe założenia aktualizujemy cenę docelową do 2571 HUF (w tym efekt wyceny porównawczej) i podnosimy rekomendację z akumuluj do kupuj.

Powrót do wyników sprzed COVID-19 w 2023 roku

Mocne odbicie cen ropy i gazu pozwoli na skokowy wzrost EBITDA w obszarze upstream, ale w kolejnych latach ten efekt będzie neutralizowany przez zapowiedziane spadki wolumenów. Kluczem do powrotu skonsolidowanego CCS EBITDA w okolice poziomów 2018-19 będzie zakładana odbudowa marżowości w rafinerii i dalszy wzrost w detalu (choć w tym roku po rekordowym 2020 r. będzie o to trudno). Przypominamy, że dodatkowo w tym roku odczuwalny będzie spadek przychodów z przesyłu gazu. Nasza tegoroczna prognoza EBITDA jest zbieżna z założeniem Spółki (lepiej w wydobyciu, gorzej w rafinerii), podobnie jak zagregowane wyniki 2021-25 (12 mld USD), choć przy bardziej optymistycznych założeniach dla Brent (+10 USD/Bbl) i marży rafineryjnej (+0,5 USD/Bbl).

Mocny bilans, wysoki FCF, stabilne dywidendy

Spółka zamknęła rok 2020 wskaźnikiem długu netto do CCS EBITDA na poziomie 1,6x, co stanowi bezpieczny poziom szczególnie w kontekście oczekiwanej poprawy wyników i finalizacji projektu inwestycyjnego w petrochemii. Zgodnie z ostatnimi prognozami Zarządu, obniżamy w naszym modelu założenia nakładów odtworzeniowych zarówno w segmencie upstream jak i downstream. W efekcie stopa FCF/EV w latach 2021-25 powinna sięgać średnio 8,5%. Dywidendę w najbliższych latach przyjmujemy na poziomie 105 HUF/akcję (zbliżone do oczekiwań sformułowanych przez Zarząd na poziomie 110 HUF), co implikuje DYield nieznacznie poniżej 5%.

Eko-inwestycje - plany na razie trudne do kwantyfikacji

MOL koncentruje się na transformacji w kierunku gospodarki nisko-emisyjnej i przedstawił konkretne cele redukcji emisji CO2 (projekty CCS, biopaliwa, recycling). Wpisuje się to w obecną narrację w sektorze (redukcja emisji, ESG) i w naszej opinii powinno wspierać sentyment inwestycyjny wokół Spółki, aczkolwiek kwantyfikacja finansowa większości tych projektów jest na tym etapie bardzo trudna (brak parametrów technicznych/finansowych dla poszczególnych projektów, potencjalne finansowanie z funduszy UE).

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	5 266,7	4 011,0	5 028,7	4 902,1	5 064,1
EBITDA	685,1	579,4	698,7	622,7	719,8
marża EBITDA	13,0%	14,4%	13,9%	12,7%	14,2%
EBIT	294,1	67,4	214,1	139,0	233,5
Zysk netto	223,2	-15,9	136,3	85,0	162,9
P/E	7,4	-	12,2	19,5	10,2
P/CE	2,7	3,3	2,7	2,9	2,6
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,7	4,9	4,3	4,8	4,0
DPS	142,4	0,0	105,4	105,4	105,4
DYield	6,5%	0,0%	4,8%	4,8%	4,8%

Cena bieżąca	2 184 HUF
Cena docelowa	2 571 HUF
Kapitalizacja	1 658 mld HUF
Free float	762 mld HUF
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,31 mld HUF

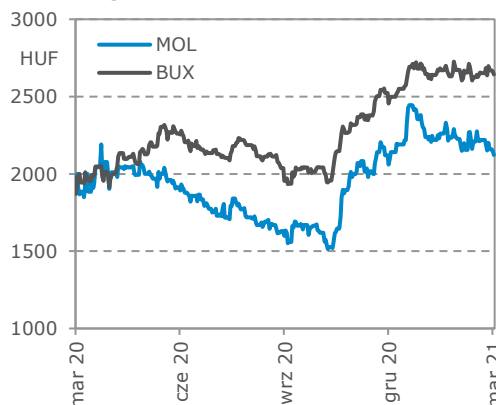
Struktura akcjonariatu

Rząd węgierski	25,2%
Akcje własne (w tym opcje)	21,7%
Oman Oil	7,1%
Pozostali	46,0%

Profil spółki

Grupa MOL to zintegrowany koncern paliwowy prowadzący międzynarodową działalność wydobywczą z produkcją rzędu 110 mboe/d (rezerwy 2P po ostatniej akwizycji w Azerbejdżanie sięgają 364 mln boe), rafineryjną (3 rafinerie o łącznych mocach przerobowe 21 mln ton i 2 kompleksy petrochemiczne) i detaliczną (ponad 1900 stacji benzynowych w regionie CEE). Spółka jest również właścicielem gazowej infrastruktury przesyłowej na Węgrzech.

Kurs akcji MOL na tle BUX



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
MOL (HUF)	2 571	2 379	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
MOL (HUF)	2 184	2 571	+17,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
CCS EBITDA	+3,4%	-12,8%	-5,0%
Zysk netto	+1,2%	-48,3%	-13,1%
Marża+B/U (USD/Bbl)	-37,4%	-20,3%	-6,1%
Marża petchem (USD/t)	+30,4%	+2,5%	+4,3%
USD/HUF	-1,4%	-1,2%	-1,2%
Brent	+30,0%	+20,0%	+20,0%

Analityk:

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

czwartek, 25 marca 2021 | aktualizacja raportu

PKN Orlen: trzymaj (podtrzymana)

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Intensywny program capex => 3 lata ujemnego FCF

Notowania Orlenu wykazują w ostatnich miesiącach wyższą korelację ze spółkami z indeksu Stoxx Oil&Gas, niż z reprezentantami sektora downstream, mimo że korelacja wyników koncernu z cenami węglowodorów jest zdecydowanie ujemna. Oczywiście nie jest to pierwszy raz kiedy obserwujemy takie zjawisko i trudno dyskutować z „indeksowymi” przepływami kapitału. Niemniej jednak „prawdziwy” profil biznesowy koncernu objawi się w wynikach finansowych najbliższych kwartałów, gdzie zakładana odbudowa marż w rafinerii będzie w dużym stopniu neutralizowana przez wyższe koszty gazu, CO₂ i HSFO w segmencie energetycznym. Wspieraniem w tym roku może być segment petrochemiczny, ale długi planowy przestój remontowy utrudni monetyzację bieżących rekordowych marż, które w kolejnych miesiącach w naszej opinii ulegną już mocnej kontrakcji. Atrakcyjność inwestycyjną walorów Spółki w relacji do grupy porównawczej obniża też perspektywa 3 lat ujemnych przepływów gotówkowych w związku z uruchomieniem intensywnego programu inwestycyjnego (średnioroczny capex 9,7 mld PLN). Po uwzględnieniu nowych założeń makro i aktualizacji wyceny porównawczej podnosimy nieznacznie cenę docelową do 60,64 PLN i pozostawiamy rekomendację trzymaj.

Ceny gazu i ropy nie pomagają

Segment wydobywczy w Orleniu to zaledwie 5% strumienia EBITDA i wysokie ceny surowców zdecydowanie nie pomagają skonsolidowanym wynikom. Droższa ropa oznacza wyższe koszty zużyć własnych HSFO w elektrociepłowniach (0,3-0,4 mld PLN). Największym obciążeniem będą jednak wyższe koszty gazu, gdyż obecne notowania implikują dodatkowe wydatki rzędu 1 mld PLN (nawet zakładając przeniesienie cen surowca 1:1 w przypadku produkcji nawozów). Warto też pamiętać o dużej ekspozycji na rynek CO₂, choć ten efekt będzie rozłożony w czasie z uwagi na politykę zabezpieczeń (szacujemy, że dostosowanie do aktualnych cen rynkowych nastąpi w perspektywie 2-3 lat i będzie kosztować netto ~0,7 mld PLN).

Program inwestycyjny i ujemny FCF

Orlen rozpoczął intensywny program inwestycyjny w obszarze downstream, co będzie skutkowało wzrostem średniorocznych nakładów w latach 2021-23 do 9,7 mld PLN. Realizowane projekty (nawozy, visbreaking, glikol, olefiny, biopaliwa) zaczną się pojawiać stopniowo na poziomie EBITDA dopiero w okresie 2022-24. Implikuje to znaczące ujemne przepływy pieniężne w najbliższych 3 latach (-4,6 mld PLN), co zestawiając z wysoką zadeklarowaną dywidendą (1,5 mld PLN) zaowocuje wzrostem długu netto z 18 mld PLN na koniec 2020 roku do 29 mld PLN w 2023 roku (3,0x DN/EBITDA). Będzie to pogarszać mnożnik EV/EBITDA dla Spółki na tle grupy porównawczej i generować wątpliwości, co do możliwości utrzymania wysokiej stopy dywidendy w przyszłości. Na pewno sytuację pod tym względem zmieniłaby na plus bezgotówkowa fuzja z PGNiG, które cechuje zarówno mocny bilans jak i wysoki FCF yield, ale transakcja ta na razie jest na wstępnym etapie i nie znamy parametrów ewentualnej wymiany akcji.

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	111 203,0	86 178,0	98 693,5	99 844,8	101 879,0
EBITDA	8 862,0	9 071,0	8 133,8	8 477,5	9 822,2
marża EBITDA	8,0%	10,5%	8,2%	8,5%	9,6%
EBIT	5 365,0	4 562,0	2 732,3	2 543,2	3 636,8
Zysk netto	4 300,0	3 313,0	1 794,9	1 564,1	2 368,5
P/E	6,2	8,1	15,0	17,2	11,3
P/CE	3,4	3,4	3,7	3,6	3,1
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	3,8	5,1	6,0	6,3	5,8
DPS	3,50	1,00	3,50	3,50	3,50
DYield	5,6%	1,6%	5,6%	5,6%	5,6%

Cena bieżąca	62,82 PLN
Cena docelowa	60,64 PLN
Kapitalizacja	26,9 mld PLN
Free float	18,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	167,9 mln PLN

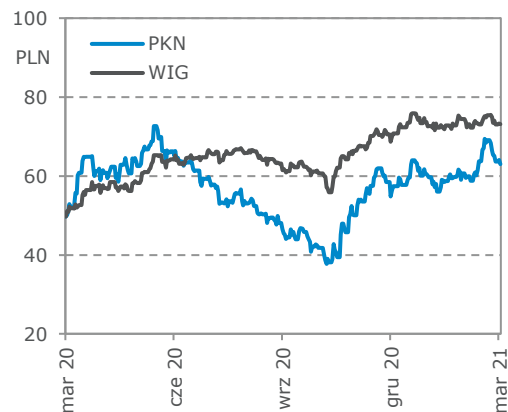
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	27,52%
NN OFE	7,54%
AVIVA OFE	6,62%
PERN	4,90%
Pozostali	53,42%

Profil spółki

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

Kurs akcji PKN Orlen na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKN Orlen	60,64	58,40	trzymaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKN Orlen	62,82	60,64	-3,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO	-4,9%	-6,4%	-1,2%
Zysk netto	-15,9%	-29,9%	-11,4%
Marża+U/B (USD/Bbl)	-32,2%	-18,1%	-7,5%
Marża petchem (USD/t)	+38,9%	+1,4%	+1,4%
USD/PLN	+8,2%	+3,6%	0,0%

Analityk:

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgową
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 księgową) – 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

Rekomendacja 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. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które 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 ze wykorzystania 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, Sygnity, 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 25 marca 2021 o godzinie 08:02.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 marca 2021 o godzinie 08:25.

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci 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 spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
Lotos

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-07	2020-03-04
cena docelowa (PLN)	49,01	47,09	47,09	55,87	60,39	59,22	67,19
kurs z dnia rekomendacji	37,30	34,00	39,22	60,14	60,52	65,10	61,06

MOL

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-02	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03	2020-03-31	2020-03-04
cena docelowa (HUF)	2 379,00	2 379,00	1 976,00	2 158,00	2 158,00	2 072,00	1 927,00	2 726,00
kurs z dnia rekomendacji	2 220,00	2 002,00	1 686,00	1 722,00	1 821,00	1 916,00	1 849,00	2 530,00

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-03-23	2020-03-04
cena docelowa (PLN)	58,40	56,37	67,72	66,85	58,61	58,61	66,70
kurs z dnia rekomendacji	59,60	50,32	63,28	67,80	59,52	52,58	62,26

mBank S.A.

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl