

Paliwa

Wielkość ma znaczenie

Preferujemy spółki średniej wielkości, które generowały dodatnie FCF w przeszłości, są zdywersyfikowane i mają solidny bilans. Według nas, umożliwi to wzrost i wypłatę dywidend w otoczeniu spadających cen ropy i niskich marż rafineryjnych. Za atrakcyjne uznajemy wysoką ekspozycję na detal i petrochemię, co jest według nas lepsze niż typowa działalność rafineryjna i wydobywcza oraz zmniejsza wrażliwość na pogorszenie makro (spadek cen ropy i marż rafineryjnych). Z drugiej strony, uważamy, że niezdywersyfikowane, mniejsze spółki będą w coraz trudniejszej sytuacji z powodu rosnącej konkurencji, która wymusza coraz wyższe nakłady inwestycyjne.

Spadające ceny ropy i stabilne (niskie) marże rafineryjne: Prognozujemy utrzymanie ceny ropy Brent w miarę stabilnie od obecnych poziomów (104 USD/bbl w 2017). Rynek ropy pod względem popytu i podaży wydaje się obecnie zbilansowany, ale napięcia polityczne na świecie (Bliski Wschód, Afryka, Europa Wsch.) będą powodowały krótkoterminową zmienność surowca. Ponadto, mimo oczekiwań lekkiego odbicia marż rafineryjnych w III-IV kw.'14 r./r., pozostaną one generalnie niskie, choć w miarę stabilne w kolejnych latach. Marże na dieslu będą relatywnie słabsze niż na benzynie, ze względu na rosnącą podaż produktów z Rosji, USA, co zniweluje poprawę czynników makroekonomicznych w Europie. Nasz całociowy scenariusz makro jest bardziej niekorzystny dla Lotosu niż PKN, z powodu mniejszej dywersyfikacji.

Przetrwają najsilniejsi: Uważamy, że rosnąca konkurencja, dojrzałość, wymogi środowiskowe globalnego rynku paliwowego (szczególnie rafineryjnego) wymuszają większe inwestycje, które są dużym ciężarem dla mniejszych spółek. To nie jest nasz bazowy scenariusz, ale potencjalne załamanie marż rafineryjnych i większe spadki cen ropy będą poważną próbą dla wielu mniejszych, zadłużonych i niezdywersyfikowanych firm. Trudne otoczenie rafineryjne w Europie w I poł.'14 obnażyło słabości spółek: PKN dokonał 5mld PLN odpisów majątku, Lotos ogłosił emisję akcji 1mld PLN, Eni planuje zamknięcia rafinerii, Total ogłosił restrukturyzację.

KUPUJ PKN: PKN łączy w sobie cechy spółki wzrostowej i dywidendowej, a zrównoważona struktura generowania zysków powoduje, że spółka jest również dobrym zakładem na poprawę konsumpcji w regionie CEE i jest mniej wrażliwa na zmianę cen ropy oraz marż rafineryjnych. Silny bilans umożliwia wzrost dywidendy oraz kolejne akwizycje, co według nas jest cały czas niedoceniane przez rynek.

SPRZEDAJ Lotos: Pomimo wielu rozczarowań w przeszłości, oczekujemy powodzenia emisji akcji i realizacji projektu DCU, B4/B6, co będzie przełomem dla spółki i pozwoli na generowanie silnych przepływów pieniężnych i zmniejszenie zadłużenia po 2018. Z drugiej strony uważamy, że obecna wycena jest zbyt wysoka i nie uwzględnia wielu ryzyk akcji Lotos (m.in. niska dywersyfikacja, wysoki dług).

Wyceny: Wyceniamy spółki modelem DCF. Uważamy, że PKN zasługuje na premię względem Lotosu z uwagi na dywersyfikację, silny bilans, dywidendy i większą ekspozycję na wzrostowe segmenty (detal, petrochemia). Po ukończeniu dużych programów inwestycyjnych w 2017 przez obie firmy, nasze wyceny DCF wskazują na 24% dyskonto Lotos do PKN na wskaźniku EV/EBITDA w 2018P.

mln PLN	PKN			Lotos		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Przychody	109 515	110 970	113 188	29 377	28 629	28 401
EBITDA skor.	3 955	4 396	5 053	1 645	1 668	2 039
EBIT	-3 360	2 195	2 652	233	771	917
Zysk netto skor.	1 582	1 523	1 916	475	445	578
EPS skor. (PLN)	3,7	3,6	4,5	3,7	2,7	3,5
P/E (x)	11,2	11,6	9,2	8,3	11,2	8,6
EV/EBITDA (x)	6,3	5,7	5,1	5,3	6,0	4,9
P/BV (x)	0,8	0,8	0,8	0,4	0,5	0,5
DY (%)	3,5%	3,7%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Trigon DM

PKN ORLEN

Kupuj

(inicjacja)

Cena docelowa: 50 PLN

Potencjał wzrostu: +21%

LOTOS

Sprzedaj

(inicjacja)

Cena docelowa: 28 PLN

Potencjał wzrostu: -7%

Spółka	Wycena DCF	Wyc. porównawcza	Rekomendacja
PKN	50,0	42,0	Kupuj
Lotos*	28,0	34,0	Sprzedaj

*12M TP z uwzględnieniem prawa poboru

ANALITYK

Kamil Szlaga

+48 (22) 4338-368

kamil.szlaga@trigon.pl

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

Research:

Zbigniew Porczyk, CFA

Strategia, Wydobywanie, Przemysł ciężki, Dystrybucja IT

Hanna Kędziora

Media, Telekomunikacja, PZU, Handel detaliczny

Grzegorz Kujawski

Automotive, Transport, Przemysł, Finanse

Maciej Marcinowski

Strategia, Banki, Materiały budowlane

Kamil Szlaga

Paliwa, Chemia, FMCG

Krzysztof Kubiszewski

Energetyka

Michał Czerwiński

IT, Ochrona zdrowia

Łukasz Rudnik

Dariusz Dziubiński

Berenika Bartnik

Sales:

Krzysztof Kasiński

Artur Szymecki

Sebastian Kosakowski

Artur Pałka

Maciej Fink-Finowicki

Wojciech Kołacz

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie akcji pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaż - iloraz zysku brutto na sprzedaż do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania.
Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.
Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumentcie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumentcie.
Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.
Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumentcie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.
Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumentcie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.
O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.
Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach

Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski świadczy ponadto dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem odpłatne usługi doradztwa finansowego oraz usługi bankowości inwestycyjnej oraz inne usługi maklerskie, otrzymując z tego tytułu wynagrodzenie niepowiązane z kursem instrumentów finansowych opisanych w Dokumencie. W szczególności Dom Maklerski historycznie świadczył na rzecz Emitenta oraz spółek z nim powiązanych usługi w zakresie pośrednictwa przy akwizycjach (przejęciach innych spółek kapitałowych)

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, ii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcji animatora rynku lub animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu. Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Stan na 9 września 2014 r.