mBank Dom Maklerski

EXTEL IDENTIFYING EXCELLENCE 2019 Extel Survey Kliknij i zagłosuj na nas!

mBank.pl

poniedziałek, 8 kwietnia 2019 | komentarz specjalny

PKN Orlen – Prognozy wyników za 1Q 2019

Rekomendacja: sprzedaj | cena docelowa: 79,39 PLN | cena bieżąca: 98,18 PLN

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

PKN Orlen, zgodnie z harmonogramem, 25 kwietnia przedstawi raport finansowy za 1Q 2019 i w związku z tym w niniejszym komentarzu prezentujemy nasze prognozy dla tego okresu. Oczekujemy, że oczyszczony strumień EBITDA wg LIFO sięgnie 1,8 mld PLN i będzie zbliżony w ujęciu r/r. Spadek wyników w petrochemii powinien być skompensowany przez lepszy rezultat stacji benzynowych, które w styczniu korzystały jeszcze na bardzo wysokich marżach paliwowych. Brak spadków r/r może być odebrany pozytywnie przez rynek, ale naszym zdaniem optymizm nie jest tutaj wskazany, gdyż tak naprawdę dopiero kolejne kwartały zmierzą się z wysoką bazą odniesienia (efekt problemów logistycznych na Renie, rekordowe marże detaliczne w 4Q, kurs USD/PLN), a konsensus zakłada wzrost rocznego strumienia EBITDA do 8,7 mld PLN wobec 8,3 mld PLN EBITDA LIFO w roku 2018. Przypominamy, że nasza konserwatywna prognoza, oprócz wspomnianego efektu bazy, opiera się głównie na kontynuacji widocznych negatywnych tendencji na modelowych marżach przerobowych, zarówno w rafinerii jak i petrochemii.

Modelowa marża rafineryjna wraz z dyferencjałem w 4Q była w przeliczeniu na PLN 9% niższa r/r, ale istotnym wsparciem dla segmentu przerobu ropy powinna być nadal wyższa premia lądowa (mimo, że mocno spadła już z rekordów notowanych w 4Q). Ten efekt powinien też neutralizować zakładane niższe wolumeny przerobu w związku z zapowiadanymi przestojami w Unipetrolu i Możejkach. W efekcie EBITDA LIFO segmentu będzie naszym zdaniem zbliżona r/r (0,64 mld PLN vs. 0,66 mld PLN rok wcześniej). Efekt LIFO przy niższej q/q średniej cenie ropy szacujemy na –380 mln PLN. Standardowo rezultaty mogą być zniekształcone przez przeszacowania NRV, ale nie zakładamy ich w naszych prognozach.

W segmencie petrochemicznym, skorygowana EBITDA LIFO może wynieść 0,67 mld PLN vs. 0,78 mld PLN wygenerowane w 1Q'18 i 0,34 mld PLN w 4Q'18. Spadek r/r to efekt przede wszystkim spadku marż modelowych, zarówno w olefinach jak i poliolefinach, częściowo kompensowanego przez niskie ceny gazu wspierające rezultaty Anwilu oraz wyższa marże na PTA. W ujęciu q/q poprawa będzie pochodną zakończenia przestojów remontowych i wzrostu wolumenów, jak również standardowej sezonowości sprzedaży.

W segmencie detalicznym oczekujemy wciąż bardzo dobrych wyników z uwagi na utrzymanie trendów wolumenowych oraz wysokie marże paliwowe (spadki zaczęły się dopiero w lutym, tak więc średnia kwartalna implikuje jeszcze wyraźne dodatnie dynamiki r/r). EBITDA powinna naszym zdaniem wzrosnąć r/r o 31% do 0,61 mld PLN.

Segment wydobywczy powinien zanotować zbliżone rezultaty q/q (~0,08 mld PLN EBITDA), gdyż ruchy cenowe na węglowodorach wzajemnie się znosiły.

Na poziomie kosztów ogólnych zakładamy utrzymanie wzrostowej presji r/r. Na poziomie działalności finansowej saldo powinno być ujemne głównie za sprawą przeszacowania zobowiązań handlowych w USD. Standardowo obraz ten może jednak nieco zmienić wynik na krótkoterminowym hedgingu.

Skonsolidowane wyniki kwartalne PKN Orlen

(mln PLN)	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	Q1'19P	r/r	2019P	YTD
Przychody	22 875	23 025	24 730	24 734	23 241	26 701	30 344	29 420	27 441	18%	106 915	26%
EBITDA	2 838	2 701	2 890	2 649	2 040	3 047	2 968	1 911	1 393	-32%	7 060	20%
rafineria	1 735	900	1 566	1 830	878	1 743	1 826	913	264	-70%	2 935	9%
w tym efekt LIFO	513	-304	-96	675	147	889	553	-729	-379	-	399	-
detal	372	564	609	493	471	677	712	907	611	30%	2 248	27%
petrochemia	804	1 305	840	534	777	769	513	274	619	-	2 268	27%
w tym efekt LIFO	6	-40	-11	56	-3	47	26	-70	-49	-	0	-
wydobycie	79	82	11	-19	79	72	86	-4	77	-3%	337	23%
nieprzypisane	-152	-150	-136	-189	-165	-214	-169	-179	-178	8%	-728	24%
EBITDA LIFO skor.	**2 156**	**2 755**	**2 749**	**1 922**	**1 814**	**1 746**	**2 405**	**2 342**	**1 821**	**0%**	**6 661**	**27%**
Amortyzacja	562	581	616	662	626	673	677	697	697	11%	2 869	24%
EBIT	2 276	2 120	2 274	1 987	1 414	2 374	2 291	1 214	696	-51%	4 191	17%
EBIT LIFO skor.	1 594	2 174	2 133	1 260	1 188	1 073	1 728	1 645	1 124	-5%	3 792	30%
Saldo finansowe	263	3	-214	8	-169	-142	257	-51	-132	-22%	-92	-
Zysk brutto	2 539	2 123	2 060	1 995	1 245	2 232	2 548	1 163	564	-55%	4 098	14%
Zysk netto	1 920	1 541	1 603	1 591	1 042	1 744	2 063	804	456	-56%	3 320	14%

Źródło: PKN Orlen, Dom Maklerski mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Centrum Nowoczesnych Technologii, Orbis, Polenergia, Prime Car Management.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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 Domu 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 Domu 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 Domu 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.

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

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

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
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

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

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

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

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl