

poniedziałek, 11 kwietnia 2022 | komentarz specjalny

PKN Orlen: Prognozy wyników za 1Q 2022

Rekomendacja: akumuluj | cena docelowa: 87,69 PLN | cena bieżąca: 76,00 PLN

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 | +48 667 770 837

PKN Orlen, zgodnie z harmonogramem, 28 kwietnia przedstawi raport finansowy za 1Q 2022 i w związku z tym w niniejszym komentarzu prezentujemy nasze prognozy dla tego okresu. Oczekujemy, że oczyszczony strumień EBITDA LIFO sięgnie 4,78 mld PLN i będzie ponad 2x wyższy r/r, głównie za sprawą wzrostu marż w rafinerii i jeszcze mocnej petrochemii. Raportowane wyniki będą jednak zniekształcone przez wysokie straty na wycenie hedgingu, częściowo skompensowane przez efekt LIFO. Wykonanie naszej podniesionej ostatnio do ponad 18 mld PLN rocznej prognozy EBITDA LIFO powinno sięgnąć 26%. Podtrzymujemy opinię, że te szacunki w kontekście obecnych odczytów makro są konserwatywne.

Na wstępie zaznaczamy, że raportowane skonsolidowane wyniki EBITDA będą obciążone negatywną wyceną pozycji zabezpieczających CO₂. Na koniec roku Spółka raportowała pozycję długą na 21 mln ton. Zmienność cen w kwartale była wysoka i choć ostatecznie zamknięcie jest tylko nieznacznie niższe q/q (implikowałoby ~350 mln PLN straty na wycenie) to zakładamy, że przy tąpnięciu cen uprawnień do 50-60 EUR/t po wybuchu wojny Spółka mogła zamknąć część pozycji. Przy przyjętym bazowym założeniu zamknięcia 60% kontraktów na wspomnianym załamaniu rynku, stratę na wycenie hedgingu CO₂ szacujemy na -1,3 mld PLN (~0,4 mld PLN w segmencie energetycznym i po ~0,45 mld PLN w petrochemii i rafinerii).

Modelowa marża rafineryjna w 1Q'22 była w przeliczeniu na PLN wyższa r/r o prawie 23 PLN/Bbl. Dodatkowo Spółka korzystała ze skokowym wzroście dyferencjału, ale należy pamiętać że średnia na poziomie 12,3 USD/Bbl nie była realizowana na całym wolumenie przerobu, gdyż zaraz po wybuchu wojny Orlen ograniczył zakupy rosyjskiej ropy (30% dostaw). Niemniej jednak biorąc pod uwagę zakładany wzrost wolumenu przerobu (+30% r/r) oraz wyższe premie lądowe, prognozujemy skor. EBITDA LIFO w rafinerii na 2,2 mld PLN. Jednocześnie oczekujemy, że raportowane wyniki będą z jednej strony wsparte dodatni efektem LIFO (+2,2 mld PLN), a z

drugiej obciążone rewaluacją pozycji zabezpieczających, zarówno na CO₂ (wspomniane -0,45 mld PLN) jak i na ropie (jedna „noga” hedgingu ropy kupowanej na morzu - wycena pozycji zapadających w kolejnym kwartale na -1,6 mld PLN - ta strata będzie zrównoważona fizyczną dostawą w 2Q).

Energetyka powinna wygenerować 0,6 mld PLN EBITDA już po uwzględnieniu wspomnianej rewaluacji hedgingu CO₂ (-0,4 mld PLN). Zakładamy wysoką kontrybucję Energi (0,9 mld PLN vs 0,8 mld PLN rok temu), głównie na marży realizowanej w wymuszeniu w El. Ostrołęka. W elektrowniach CCGT spodziewamy się efektu podobnego do prezentowanego ostatnio przez PEP (ograniczenie produkcji i odwracanie pozycji zabezpieczających przy ujemnym spreadzie CSS), co pozwoli na wyjście na plus. W ciepłowniach przemysłowych strata z 4Q powinna być wyraźnie zredukowana z/w na zmianę sposobu rozliczeń cenowych za HSFO z rafinerii.

W segmencie petrochemicznym, skorygowana EBITDA LIFO może wynieść 1,1 mld PLN vs 0,63 mld PLN w 1Q'21. Wzrost r/r to efekt wyższych wolumenów (przestoje w 1Q'21), poprawy modelowej marży na polimerach i oczekiwanego mocnego wyniku Anwilu (nawozy, PCW). Raportowany wynik będzie zniekształcony przez wspomnianą stratę na pozycjach CO₂, częściowo kompensowaną przez efekt LIFO.

W segmencie detalicznym wolumeny powinny wzrosnąć dwucyfrowo (paniczne zakupy w okresie wzrostu cen), ale będzie to zrównoważone przez zakładany 25% spadek marż paliwowych. W efekcie EBITDA sięgnie 0,57 mld PLN (+4% r/r).

EBITDA w segmencie wydobywczym przy wzroście cen węglowodorów powinna wzrosnąć do około 0,2 mld PLN.

Na poziomie kosztów ogólnych zakładamy powrót do podwyższonych wydatków na poziomie 0,29 mld PLN. Strata na działalności finansowej to obok kosztów odsetkowych, pochodna ujemnych różnic kursowych.

Skonsolidowane wyniki kwartalne PKN Orlen

(mln PLN)	Q1 20	Q2 20	3Q 20	4Q 20	1Q 21	2Q 21	3Q 21	4Q 21	1Q 22	yoy	2022P	wyk. %
przychody	22 077	17 010	23 918	23 175	24 562	29 423	36 442	41 165	45 771	86%	156 175	29%
EBITDA	-969	5 081	2 240	1 693	3 524	4 084	5 153	5 470	4 340	23%	18 378	24%
rafineria	-2 303	84	-98	-311	1 074	1 202	2 022	3 253	2 397	123%	12 915	19%
rafineria skor.	1 214	224	-304	-513	-298	74	1 365	1 307	2 213	-	12 718	17%
detal	702	719	1 033	816	546	824	946	538	570	4%	2 671	21%
petrochemia	640	311	499	524	940	1 061	1 043	1 446	862	-8%	2 241	38%
petrochemia skor.	712	185	451	529	628	555	775	723	1 089	73%	2 241	49%
wydobycie	-277	-123	54	-786	14	60	130	171	200	-	929	22%
energetyka	488	4 809	1 016	1 122	1 240	1 172	1 044	218	601	-52%	3 603	17%
nieprzypisane	-219	-719	-264	328	-290	-235	-32	-156	-290	0%	-939	31%
EBITDA LIFO skor.*	3 119	1 546	1 973	1 649	1 880	2 299	3 847	2 294	4 781	154%	18 182	26%
efekt LIFO	-2 072	-466	267	-102	1 142	963	890	1 251	2 472	116%	197	-
amortyzacja	935	1 118	1 183	1 273	1 292	1 313	1 328	1 497	1 497	16%	5 840	26%
EBIT	-1 904	3 963	1 057	420	2 232	2 771	3 825	3 973	2 843	27%	12 539	23%
EBIT LIFO skor.	2 184	428	790	376	588	986	2 519	797	3 284	459%	12 342	27%
saldo finansowe	-658	100	-221	-273	-70	82	-268	117	-397	467%	-432	92%
zysk brutto	-2 562	4 063	836	147	2 162	2 853	3 557	4 090	2 446	13%	12 106	20%
zysk netto	-2 244	3 970	659	-2	1 846	2 226	2 909	3 177	1 976	7%	9 806	20%

*korekty obejmują zdarzenia jednorazowe i wynik na wycenie pozycji zabezpieczających CO₂ oraz niezrealizowane transakcje na ropie i produktach
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) - rata 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 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. 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, Compreum, Sygnity. 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_rynke/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: Cognor Holding, Compreum, Sygnity, 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. 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 Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta 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, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura 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 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_rynke/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 badanie 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.

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Antoni Kania
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl