wtorek, 17 czerwca 2014 | komentarz specjalny

PKN Orlen – W oczekiwaniu na strategię

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 50,86 PLN | cena bieżąca: 40,51 PLN

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 697 47 06

Zarząd PKN Orlen już zapowiedział, że w drugim półroczu dokona aktualizacji strategii uwzględniając trudniejsze otoczenie makro. Obniżenie założeń średnioterminowych może pociągnąć za sobą rewizję prognoz EBITDA oraz odpisy aktywów (przede wszystkim Możejki) i te spekulacje już dziś odbijają się na kursie akcji koncernu. Publikacja strategii paradoksalnie może być jednak pozytywnym katalizatorem. Nasze argumenty to: 1) aktualne prognozy EBIDTA Zarządu są wyraźnie wyższe od konsensusu i były traktowane jako nierealne; 2) odpis aktywów nie wpływa na kowenanty i politykę dywidendy; 3) rewizja EBITDA powinna pociągnąć za sobą obniżenie ambitnych planów inwestycyjnych, które w przeciwieństwie do prognoz wyników były przez rynek brane „na poważnie"; 4) oczekujemy, że wraz z odpisem pojawi się strukturalny pomysł na Możejki. Szczególny potencjał tkwi właśnie w tym ostatnim elemencie, gdyż według naszych szacunków w pozytywnym wariancie rozwiązanie problemu z litewską rafinerią mogłoby zwiększyć kapitalizację Orlenu o 15-20%. Podsumowując, zapowiadaną aktualizację strategii postrzegamy więc raczej jako szansę niż zagrożenie.

Założenia i prognozy

Przy okazji poprzedniej strategii Zarząd zakładał, że przy średniej rentowności przerobu 6,2 USD/Bbl i marży petrochemicznej na poziomie 812 EUR/t uda się osiągnąć w latach 2013-17 średnioroczny strumień EBITDA LIFO na poziomie 6,3 mld PLN. Nasza prognoza na lata 2014-17 to 5,2 mld PLN, a odchylenie wynika z mniejszego optymizmu w rafinerii (-0,6 mld PLN) i petrochemii (-0,5 mld PLN). W kontekście aktualnych warunków zewnętrznych (modelowa marża na rafinacji łącznie z dyferencjałem wynosi YTD 3,6 USD/Bbl, a marża petrochemiczna 750 EUR/t, aczkolwiek przy wyższych o 6% kursach EUR i USD) przy okazji najbliższej aktualizacji Spółka zapewne skoryguje swoje długoterminowe prognozy (częściowo neutralizować to będzie uwzględnienie akwizycji TriOil i Birchill – około 0,4 mld PLN EBITDA) i zbliży się w nich do naszych szacunków i rynkowego konsensusu. Wraz z rewizją wyników, oczekujemy także zmniejszenia wydatków inwestycyjnych (w tym odtworzeniowych). Przypominamy, że wcześniej Orlen zakładał CAPEX 2013-17 na poziomie 22,5 mld PLN (w tym 5,1 mld PLN na projekty opcjonalne i 2,4 mld PLN na działalność poszukiwawczą). W naszych prognozach uwzględniamy w tym okresie nakłady 13,6 mld PLN.

Rozstrzygnięcia w sprawie Możejek

Rewizja założeń średnioterminowych pociągnie za sobą zapewne odpisy aktywów rafineryjnych, a więc przede wszystkim Możejek, które w księgach Orlenu są wyceniane na 3,7 mld PLN. Księgowe straty z tego tytułu nie powinny jednak mieć istotnego znaczenia, szczególnie że są wyłączone z kalkulacji kowenantów kredytowych. Kluczowe dla rynku będzie jednak to, czy wraz z odpisami pojawi się strukturalna koncepcja ograniczenia negatywnego wpływu Możejek na wartość akcji Orlenu. Dotychczas Zarząd zapowiadał, że będzie próbował poprzez szereg mniejszych inicjatyw obniżyć próg break even tej rafinerii o 1-1,5 USD/Bbl. Elementem tego programu miała być redukcja zatrudnienia i wynegocjowanie znacznych obniżek taryf kolejowych. Wszystko wskazuje na to, że ten drugi element który mógł przynieść nawet 30 mln USD oszczędności rocznie (zrównanie stawek do „rynku") będzie bardzo trudny do osiągnięcia (brak elastyczności i raczej konfrontacyjne podejście litewskich kolei). W 2013 roku EBITDA LIFO Możejek wyniosła -9 mln USD, a w 1Q'14 aż -21 mln USD, co uniemożliwia odkładanie strategicznych decyzji w sprawie tej spółki, tym bardziej że Orlen nadal inwestuje tam około 90 mln USD rocznie. Obecnie powołany został specjalny „sztab kryzysowy", który ma zająć się przygotowaniem analiz dotyczących różnych scenariuszy dla litewskiej rafinerii, w tym czasowego lub całkowitego wyłączenia instalacji. Chodzi o pełną kwantyfikację kosztów takiej operacji oraz identyfikację wszystkich ryzyk, zarówno operacyjnych jak i finansowych.

Możejki – co by było gdyby...

Wynik Możejek za 2013 rok wskazuje, że obecnie próg rentowności rafinerii to około 4,5-5,0 USD/Bbl (marża + dyferencjał), z czego koszty zmienne związane z logistyką i energią to około 3 USD/Bbl. Przy aktualnych warunkach makro rynek może więc szacować, że rocznie Orlen będzie tracił na Litwie 180-280 mln PLN na poziomie EBITDA. Nie licząc koniecznych nakładów odtworzeniowych ujemny wpływ Możejek na kapitalizację Orlenu może wynosić od -1,1 mld PLN do -1,7 mld PLN (EV/EBITDA 5,9x). Wiarygodny plan obniżenia kosztów o wspomniane 1-1,5 USD na baryłkę mogłoby więc teoretycznie podnieść kapitalizację koncernu o około 6-10%. Jeszcze korzystniejszym rozwiązaniem z punktu widzenia akcjonariuszy, przynajmniej przy obecnym konsensusie na marże rafineryjne, byłoby całkowite zamknięcie rafinerii. Obok braku strat finansowych, Orlen obniżyłby poziom rocznych nakładów inwestycyjnych o około 0,3 mld PLN i uwolniłby gotówkę z kapitału obrotowego. Według danych na koniec roku 2012 (Możejki nie opublikowały jeszcze raportu rocznego za 2013) nadwyżka zapasów i należności nad zobowiązaniami handlowymi wynosiła ponad 300 mln USD. Oczywiście w takim scenariuszu trzeba byłoby ponieść koszty zwolnień pracowników, ale przy rocznych kosztach wynagrodzeń rzędu 65 mln USD odprawy nie byłyby znaczącą kwotą. Dodatkowo, Orlen mógłby sprzedać część instalacji rafineryjnych bądź wykorzystać część z nich w zakładzie w Płocku, choć trudno oszacować skalę i potencjalne korzyści z takiej „przeprowadzki". Dyskusja o zamknięciu rafinerii mogłaby także skłonić litewski rząd do rozmów o ewentualnym przejęciu Możejek, nie tyle ze względu na ochronę pracowników tego zakładu (2,1 tys. osób), ale z uwagi na fakt, że Orlen Lietuva to ważny partner dla tamtejszych kolei i portów. Łączne przychody tych podmiotów z obsługi Możejek to ponad 150 mln USD rocznie (w przypadku kolei Orlen odpowiada za 15% obrotu).

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Busines Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Tarczyński, Capital Park, Vistal.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

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 S.A. 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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:
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.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 697 47 38
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz
wicedyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 697 47 37
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 697 49 64
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 697 47 01
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz
tel. +48 22 697 48 47
matthias.falkiewicz@mdm.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Rożmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl