

czwartek, 3 lipca 2014 | komentarz specjalny

PKN Orlen – Prognozy wyników za 2Q 2014

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 50,86 PLN | cena bieżąca: 39,90 PLN

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 697 47 06

PKN Orlen, zgodnie z harmonogramem, 22 lipca przedstawi raport finansowy za 2Q 2014 i w związku z tym w niniejszym komentarzu prezentujemy nasze prognozy dla tego okresu. Oczekujemy, że raportowany EBIT będzie znacząco lepszy r/r z uwagi na dodatni efekt przeszacowania zapasów. Oczyszczony zysk operacyjny wg LIFO powinien być zbliżony r/r, mimo pogorszenia marż rafineryjnych i większego natężenia przestojów remontowych. Będzie to możliwe dzięki poprawie lokalnego otoczenia w segmencie rafineryjnym, co podobnie jak w 1Q'14 powinno pozwolić na przebicie modelowej marży rafineryjnej. Wraz z obserwowaną obecnie wyraźną odbudową marż rafineryjnych, wysokim dyferencjałem i utrzymującą się rentownością petrochemii, wyniki 2Q'14 powinny stanowić dobry prognostyk na kolejne kwartały. Przypominamy, że w 3Q w życie wejdzie ustawa o zapasach, która znacznie ograniczy szarą strefę.

Raportowany wynik operacyjny w 2Q'14 będzie wzmocniony przeszacowaniem zapasów, które szacujemy na około 105 mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, że ze względu na dość mocny wzrostu ceny ropy Ural wyrażonej w PLN w czerwcu, skala efektu LIFO może być wyższa niż wynika to z analizy średniej kwartalnej.

Jeśli chodzi o oczyszczony EBIT LIFO segmentu rafineryjnego to powinien on plasować się blisko break even (+34 mln PLN vs. -6 mln PLN rok wcześniej). Utrzymanie rezultatów r/r mimo pogorszenia modelowej marży kompleksowej (-5 PLN/Bbl) oraz większego natężenia przestojów remontowych (miesięczny postój kluczowych instalacji w Płocku) będzie naszym zdaniem możliwe

dzięki poprawie lokalnych czynników zewnętrznych (wzrost premii lądowej, mniejsza presja na marże handlowe ze strony szarej strefy, niższe koszty biopaliw, niższe koszty gazu z uwagi na zwiększenie zakupów poza kontraktem długoterminowym). W efekcie efektywna jednostkowa EBITDA będzie wyższa od benchmarku. Segment detaliczny powinien utrzymać rezultat z ubiegłego roku (285 mln PLN) mimo presji na marże na benzynie z uwagi na oczekiwany wzrost wolumenów oraz lepsze wyniki na sprzedaży pozapaliwowej.

W obszarze petrochemii nie uda się naszym zdaniem powtórzyć rezultatu sprzed roku, mimo wyższej modelowej marży na olefinach i poliolefinach. Spadek wyniku (łącznie z Anwilem i BOP EBIT szacujemy na 275 mln PLN vs 323 mln PLN rok wcześniej) będzie związany z przestojem remontowym instalacji PX/PTA, niższymi marżami na PTA oraz słabszym wynikiem w obszarze nawozowym.

Segment wydobywczy powinien nieco poprawić rezultat q/q (około 20 mln EBIT) z uwagi na częściową konsolidację Birchill. Koszty ogólne zakładamy na poziomie zbliżonym r/r.

Na poziomie działalności finansowej saldo powinno być nieznacznie ujemne i szacujemy je na -62 mln PLN. Złożą się na to niewielkie różnice kursowe oraz odsetki netto. Ostatecznie Orlen zanotuje więc zysk netto rzędu 381 mln PLN. W naszych prognozach nie zakładamy żadnych zdarzeń jednorazowych, w tym odpisów aktywów, które mogą się pojawić jeśli Orlen zrewiduje średnioterminowe założenia makro przy okazji aktualizacji strategii.

Skonsolidowane wyniki kwartalne PKN Orlen

(mln PLN)	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12	1Q 13	2Q 13	3Q 13	4Q 13	1Q 14	2Q 14P	r/r
Przychody	29 247	27 955	31 654	31 245	27 472	28 311	30 392	27 622	24 119	28 814	2%
EBIT	939	375	1 448	-738	341	-137	617	-489	254	533	-
rafineria	732	-66	1 136	-875	-34	-562	143	-727	-115	129	-
efekt LIFO rafineria	684	-748	397	-487	-69	-412	328	-535	-162	95	-
detal	26	252	271	98	37	282	361	235	144	285	1%
petrochemia	216	314	163	257	412	238	243	169	277	230	-3%
efekt LIFO petrochemia	54	-110	61	-26	16	-27	34	-3	-15	10	-
chemia*	130	65	50	10	100	85	7	60	94	45	-47%
wydobycie	0	0	0	0	-6	-4	-10	-18	14	20	-
nieprzypisane	-165	-190	-172	-228	-168	-176	-127	-208	-160	-176	0%
EBIT LIFO oczyszczony	-39	1 233	990	543	394	446	255	49	170	428	-4%
Amortyzacja	579	543	562	576	538	535	541	556	522	522	-2%
EBITDA	1 518	918	2 010	-162	879	398	1 158	67	776	1 055	-
Działalność finansowa	593	-277	219	65	-225	-127	204	-9	-100	-62	-
Zysk brutto	1 532	98	1 667	-673	116	-264	821	-497	154	471	-
Zysk netto	1 261	-5	1 366	-276	149	-207	655	-421	64	381	-

*historyczne dane Anwilu są szacunkowe

Źródło: PKN Orlen, szacunki Domu Maklerskiego 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

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.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

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 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. 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. 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.

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, Mieszk, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszk, 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, Borysew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergracoin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszk, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Raiffeisen, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Zelter.

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 Kliszc

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06
kamil.kliscz@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 Zybala

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

Dom Maklerski mBanku S.A.

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa
www.mDomMaklerski.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 Roźmiej

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