



Sektor rafineryjny

Polska

PKN Orlen

PKN.PW; PKN.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

Kamil Kliszcz
(48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl

Prognozy wyników za 1Q'2013

Obecna cena 51,50 PLN, Cena docelowa 59,3 PLN

PKN Orlen zgodnie z harmonogramem 25 kwietnia przedstawi raport finansowy za 1Q'2013 (Spółka zrezygnowała z wcześniejszego publikowania szacunkowych danych) i w związku z tym w niniejszym komentarzu prezentujemy nasze prognozy dla tego okresu. Na poziomie raportowanego zysku operacyjnego oczekujemy 354 mln PLN przy neutralnym wpływie efektu LIFO (zmiana średniej ceny ropy Ural w PLN Q/Q była co prawda dodatnia, ale dynamiczne spadki w ostatnim miesiącu mogą zaburzyć tę kalkulację). Zakładamy jednak negatywny wynik na odkupieniu transzy zapasów obowiązkowych w kwocie około -140 mln PLN („zaległy” efekt LIFO wynikający z ceny sprzedaży/odkupu ropy na poziomie z marca 2012, czyli około 120 USD/Bbl). W tym kontekście oczyszczony EBIT LIFO koncernu powinien być wyższy i sięgnie prawie 0,5 mld PLN (20% naszej rocznej prognozy, mimo że 1Q jest standardowo najslabszym okresem w roku w rafinerii i w detalu). Największym wsparciem dla wyników okresu powinna być petrochemia, gdzie dzięki wysokim marżom na olefinach i poliolefinach oraz PTA Spółka powinna wypracować łącznie z Anwilem EBIT rzędu 456 mln PLN. W segmencie rafineryjnym, po korekcie o wspomnianą stratę na odkupie zapasów, EBIT LIFO sięgnie naszym zdaniem około 180 mln PLN, czyli znacznie więcej niż rok wcześniej kiedy po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe zanotowano stratę -192 mln PLN. W detalu ze względu na niekorzystne warunki pogodowe (słabsze wolumeny) i presję na marże paliwowe oczekujemy spadku EBIT R/R, ale ze względu na sezonowość wpływ tego obszaru na skonsolidowane wyniki będzie w tym okresie marginalny. Koszty ogólne szacujemy na średnim poziomie -160 mln PLN.

Na poziomie działalności finansowej saldo będzie wyraźnie ujemne z uwagi na osłabienie złotego, którego skutkiem będą ujemne różnice kursowe na kredytach denominowanych w EUR (-70 mln PLN) oraz dolarowych zobowiązaniach handlowych (-130 mln PLN). Łącznie z odsetkami negatywny wpływ na zysk brutto sięgnie więc około 254 mln PLN, tak więc kwota zysku netto będzie symboliczna.

W naszej opinii realizacja naszych prognoz będzie budująca w kontekście kolejnych kwartałów, gdzie obok utrzymujących się bardzo wysokich marż w petrochemii i wysokich rentowności przerobu, dodatkowym wsparciem będzie sezonowy wzrost wolumenów. Z punktu widzenia zysków księgowych pozytywnym aspektem jest także obserwowane umocnienie złotego.

Wyniki finansowe PKN Orlen w ujęciu kwartalnym i prognozy DI BRE na 1Q'2013

(mln PLN)	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11**	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13P
Przychody	22 674	25 641	28 682	29 976	29 247	27 955	31 654	31 245	29 934
EBIT	1 339	1 009	778	-1 061	939	375	1 448	-738	354
rafineria	1 028	510	335	229	732	-66	1 136	-875	42
efekt LIFO rafineria	843	207	550	641	684	-748	397	-487	0
detal	26	192	181	26	26	252	271	98	16
petrochemia	255	386	282	-542	216	314	163	257	377
efekt LIFO petrochemia	46	32	12	20	54	-110	61	-26	0
chemia	130	135	85	-718	130	65	50	10	79
nieprzypisane	-100	-214	-105	-56	-165	-190	-172	-228	-160
EBIT LIFO oczyszczony*	154	559	216	-133	-39	1 233	990	543	494
Amortyzacja	554	577	614	632	579	543	562	576	576
EBITDA	1 893	1 586	1 392	-429	1 518	918	2 010	-162	930
Działalność finansowa	36	109	-1066	1645	593	-277	219	65	-254
Zysk brutto	1 375	1 119	-288	584	1 532	98	1 667	-673	101
Zysk netto	1 105	899	-258	618	1 261	-5	1 366	-276	81

*w segmencie rafineryjnym w 1Q'11, 2Q'11 i 1Q'12 Orlen rozpoznał zyski związane z transakcjami na zapasach obowiązkowych w kwocie 296 mln PLN, 211 mln PLN i 240 mln PLN.

**wyniki za 4Q'2011 skorygowane o zmiany dokonane w raporcie rocznym.

Źródło: PKN Orlen, szacunki DI BRE



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rozmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

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 księgową

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 księgową) - 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 Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku 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, niespełne, 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.

DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

Assec Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z 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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, 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.