



Sektor rafineryjny

Polska

PKN Orlen

PKN.PW; PKN.WA

Kupuj

(Podtrzymana)

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

Prognozy wyników za 2Q'2013

Obecna cena 45,0 PLN, Cena docelowa 59,3 PLN

PKN Orlen zgodnie z harmonogramem 23 lipca przedstawi raport finansowy za 2Q'2013 i w związku z tym w niniejszym komentarzu prezentujemy nasze prognozy dla tego okresu. Na poziomie raportowanego zysku operacyjnego oczekujemy 122 mln PLN przy ujemnym wpływie efektu LIFO na poziomie -547 mln PLN (tyle implikuje średni spadek cen ropy Ural wyrażonej w PLN, ale zwracamy uwagę, że ten wpływ może być mniejszy z uwagi na zaskakujący ujemny efekt LIFO w 1Q'13 mimo minimalnie wzrostowej wówczas tendencji na rynku surowca). W segmencie rafineryjnym zakładamy, że EBIT LIFO wyniesie około 130 mln PLN, gdyż satysfakcjonujące poziomy marży i dyferencjału będą częściowo zainfekowane przestojami instalacji w Możejkach oraz obniżoną marżą dystrybucyjną. W segmencie detalicznym oczekujemy powtórzenia wyniku sprzed roku (245 mln PLN), dzięki poprawie dynamiki wolumenów w relacji do tej raportowanej w 1Q (efekt pogodowy). Nadal głównym motorem napędowym skonsolidowanego zysku operacyjnego będzie segment petrochemiczny, który łącznie z Anwilem powinien zaraportować EBIT rzędu 418 mln PLN (lekki negatywny wpływ na rezultat może mieć planowy remont instalacji PX/PTA). Koszty ogólne szacujemy na poziomie -174 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 (-130 mln PLN) oraz dolarowych zobowiązaniach handlowych powiększonych o odsetki netto. W efekcie oczekujemy ujemnego wyniku netto koncernu w 2Q.

Po pierwszym półroczu nasza roczna prognoza EBIT LIFO powinna być wykonana w około 40%, ale mając na uwadze sezonowość wyników (szczególnie detal i rafineria), brak istotnych przestojów remontowych w drugim półroczu oraz utrzymujące się wysokie marże w petrochemii, nie widzimy obecnie podstaw do jej rewizji w dół. Oczekujemy również, że w 2Q Spółka pozytywnie zaskoczy poziomem przepływów pieniężnych, nawet bez uwzględniania raportowanego już odpuku transzy zapasów obowiązkowych.

Wyniki finansowe PKN Orlen w ujęciu kwartalnym i prognozy DI BRE na 2Q'2013

	1Q'11*	2Q'11*	3Q'11	4Q'11**	1Q'12*	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13P
Przychody	22 674	25 641	28 682	29 976	29 247	27 955	31 654	31 245	27 472	27 069
EBIT	1 339	1 009	778	-1 061	939	375	1 448	-738	341	122
rafineria	1 028	510	335	229	732	-66	1 136	-875	-34	-366
efekt LIFO rafineria	843	207	550	641	684	-748	397	-487	-69	-497
detal	26	192	181	26	26	252	271	98	37	245
petrochemia	255	386	282	-542	216	314	163	257	412	368
efekt LIFO petrochemia	46	32	12	20	54	-110	61	-26	16	-50
chemia	130	135	85	-718	130	65	50	10	100	49
nieprzypisane	-100	-214	-105	-56	-165	-190	-172	-228	-174	-174
EBIT LIFO oczyszczony	154	559	216	-133	-39	1 233	990	543	394	669
Amortyzacja	554	577	614	632	579	543	562	576	538	537
EBITDA	1 893	1 586	1 392	-429	1 518	918	2 010	-162	879	659
Działalność finansowa	36	109	-1066	1645	593	-277	219	65	-225	-205
Zysk brutto	1 375	1 119	-288	584	1 532	98	1 667	-673	116	-82
Zysk netto	1 105	899	-258	618	1 261	-5	1 366	-276	149	-67

*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'11 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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

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 Łągowska 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 Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

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

Michał Roźmiej 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, 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.

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: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal Siedlce, Solar, Tarczyński, ZUE.

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, 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, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

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

Asseco 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.