



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 3Q'2013

Obecna cena 43,27 PLN, Cena docelowa 57,8 PLN

PKN Orlen zgodnie z harmonogramem 23 października przedstawi raport finansowy za 3Q'2013 i w związku z tym w niniejszym komentarzu prezentujemy nasze prognozy dla tego okresu. Na poziomie raportowanego zysku operacyjnego oczekujemy 699 mln PLN, ale głównie dzięki dodatniemu efektowi przeszacowania zapasów, który szacujemy łącznie na 450 mln PLN. Oczyszczony EBIT LIFO nie będzie wyglądał imponująco i mimo pozytywnego wpływu tradycyjnej sezonowości powinien być nieco słabszy od tego zanotowanego w poprzednim kwartale. Głównym obciążeniem będzie segment rafineryjny, gdzie problemem był utrzymujący się przez długi okres ujemny dyferencjał. Spółka deklarowała bowiem, że mimo niekorzystnych relacji cenowych nie zastępowała mieszanki Ural tańszym surowcem, nawet w Możejkach, gdzie spotowy charakter dostaw teoretycznie powinien na to pozwalać. Pogorszenie wyników R/R na tym segmencie to głównie efekt wysokiej bazy benchmarkowej marży przerobowej (rekordowe 8,4 USD vs. 3,3 USD w 3Q'13) i presji na marżę dystrybucyjną, związanej z rozwojem szarej strefy w dieslu. Słaby wynik rafinerii powinien częściowo nadrabiać segment detaliczny, gdzie oczekujemy aż 338 mln PLN na poziomie EBIT, co powinno być pochodną wysokich wolumenów (wskazują na to dane viaTOLL i obciążenie autostrad) oraz odbudowującej się marży paliwowej na stacjach. W segmencie petrochemicznym (bez Anwilu) po zaskakująco słabym 2Q (wbrew wskazaniom marż benchmarkowych) spodziewamy się poprawy, mimo przestoju instalacji w Unipetrolu. Naszym zdaniem pozwoli na to obserwowany od sierpnia wzrost marż na olefinach i poliolefinach. Trochę słabiej może wypaść obszar PTA, gdzie zauważalna była presja na rentowność związana z wyższymi cenami ropy. W Anwilu dużym obciążeniem dla rezultatów 3Q był zapewne ponad miesięczny awaryjny przestój instalacji amoniaku, co dodatkowo połączyło się ze spadkiem cen nawozów i dlatego oczekujemy EBIT bliskiego zera.

Na poziomie działalności finansowej saldo będzie wyraźnie dodatnie z uwagi na umocnienie PLN zarówno względem EUR (zyski na przeszacowaniu długu szacujemy na 62 mln PLN), jak i USD (dodatnie różnice kursowe na zobowiązaniach handlowych powinny sięgnąć 160 mln PLN). W efekcie wynik netto przekroczy 709 mln PLN.

Wyniki finansowe PKN Orlen w ujęciu kwartalnym i prognozy DI BRE na 3Q'2013

(mln PLN)	1Q'12*	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13P
Przychody	29 247	27 955	31 654	31 245	27 472	28 311	30 633
EBIT	939	375	1 448	-738	341	-137	699
rafineria	732	-66	1 136	-875	-34	-562	196
efekt LIFO rafineria	684	-748	397	-487	-69	-412	410
detal	26	252	271	98	37	282	338
petrochemia	216	314	163	257	412	238	332
efekt LIFO petrochemia	54	-110	61	-26	16	-27	40
chemia	130	65	50	10	100	85	3
nieprzypisane	-165	-190	-172	-228	-174	-180	-170
EBIT LIFO oczyszczony	-39	1 233	990	543	394	302	248
Amortyzacja	579	543	562	576	538	535	535
EBITDA	1 518	918	2 010	-162	879	398	1 234
Działalność finansowa	593	-277	219	65	-225	-127	176
Zysk brutto	1 532	98	1 667	-673	116	-264	875
Zysk netto	1 261	-5	1 366	-276	149	-207	709

*w segmencie rafineryjnym w 1Q'12 Orlen rozpoznał zyski związane z transakcjami na zapasach obowiązkowych w kwocie 240 mln PLN.

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

Michał Konarski tel. (+48 22) 697 47 37
michal.konarski@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 Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybała@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 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

„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 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 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, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, 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, Bakalland, 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: 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.