



Sektor rafineryjny

Polska

PKN Orlen

PKN PW; PKNA.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

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

Prognozy wyników za 3Q'2012

Obecna cena: 45,29 PLN, Cena docelowa: 50,0 PLN

PKN Orlen zgodnie z harmonogramem 19 października opublikuje szacunkowe dane operacyjne i finansowe, a finalny raport kwartalny za 3Q'2012 przedstawi 25 października. W związku z tym, w niniejszym komentarzu przedstawiamy nasze prognozy finansowe dla tego okresu. Na poziomie raportowanego zysku operacyjnego oczekujemy 1,4 mld PLN, ale wynik ten będzie wsparty pozytywnym przeszacowaniem zapasów w kwocie 416 mln PLN. Oczyszczony EBIT LIFO powinien więc sięgnąć 972 mln PLN, tak więc mimo bardzo wysokich rynkowych marż przerobowych nie uda się powtórzyć wyniku za 2Q, kiedy to na tym poziomie wypracowano 1,2 mld PLN. Głównym powodem osłabienia rezultatów w ujęciu q/q będzie przeprowadzony w lipcu miesięczny postój remontowy dotyczący segmentu petrochemicznego (PTA, olefiny Płock) oraz rafineryjnego (hydroodsieranie gudronu i instalacja destylacji współpracująca z linią PX/PTA). W tym kontekście EBIT segmentu petrochemicznego spadnie q/q z 314 mln PLN do 96 mln PLN, tym bardziej, że średnie marże na olefinach i poliolefinach były znacznie niższe w tym okresie. W Anwilu również oczekujemy presji na wynik w związku z sezonowym spadkiem sprzedaży nawozów i niską rentownością na PVC, stąd prognozujemy EBIT rzędu 46 mln PLN vs. 65 mln PLN kwartał wcześniej. W segmencie rafineryjnym mimo wspomnianych remontów oczekujemy poprawy EBIT LIFO q/q (765 mln PLN vs. 682 mln PLN) nie tylko z uwagi na sezonowość i nieznacznie bardziej sprzyjające warunki makro, ale również mając na uwadze duży miesięczny przestój w Możejkach przeprowadzony w 2Q. W obszarze detalicznym zysk operacyjny szacujemy na 215 mln PLN, a jego lekkie obniżenie w relacji do 2Q to efekt spadku marż paliwowych na stacjach, który zniweluje efekt sezonowego wzrostu wolumenów.

Koszty ogólne szacujemy na średnim poziomie -150 mln PLN.

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy dodatniego salda w kwocie 215 mln PLN, które będzie pochodną przeszacowania kredytów denominowanych w EUR (140 mln PLN) oraz dolarowych zobowiązań handlowych (140 mln PLN), a także kosztów odsetkowych. Ostatecznie przy neutralnym wpływie zysków mniejszości zakładamy, że zysk netto sięgnie 1,3 mld PLN.

Wyniki finansowe PKN Orlen w ujęciu kwartalnym i prognozy DI BRE na 3Q'2012

	1Q 11*	2Q 11*	3Q 11	4Q 11**	1Q 12	2Q 12	3Q 12P
Przychody	22 674	25 641	28 682	29 976	29 247	27 955	30 461
EBIT	1 339	1 009	778	-1 061	939	375	1 388
rafineria	1 028	510	335	229	732	-66	1 181
efekt LIFO rafineria	843	207	550	641	684	-748	416
detal	26	192	181	26	26	252	215
petrochemia	255	386	282	-542	216	314	96
efekt LIFO petrochemia	46	32	12	20	54	-110	0
chemia	130	135	85	-718	130	65	46
nieprzypisane	-100	-214	-105	-56	-165	-190	-150
EBIT LIFO oczyszczony*	154	559	216	-133	-39	1 233	972
Amortyzacja	554	577	614	632	579	543	543
EBITDA	1 893	1 586	1 392	-429	1 518	918	1 931
Działalność finansowa	36	109	-1066	1645	593	-277	215
Zysk brutto	1 375	1 119	-288	584	1 532	98	1 604
Zysk netto	1 105	899	-258	618	1 261	-5	1 299

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

Piotr Grzybowski, CFA tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media, Telekomunikacja

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

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
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:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
Kierownik Zespołu
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

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 48 85
jacek.wrzesniewski@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 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.

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.

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 BS, Bakalland, BOŚ, 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: Alchemia, Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Marka, 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, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatúra, 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, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.

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

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku 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.