



Paliwa

Polska

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

PKN Orlen

PKNA.WA; PKN PW

Sprzedaj

(Niezmieniona)

Ujemny cash flow potwierdza słabość 1Q

Obecna cena: 55,3 Cena docelowa: 41,6 PLN

Opublikowane wyniki Orlenu są nominalnie zgodne z tymi, które można było szacować po zeszłotygodniowym komunikacie Spółki, a więc EBIT wyniósł 1,3 mld PLN a zysk netto 1,1 mld PLN. Potwierdziła się jednak nasza teza, że jakość tych wysokich rezultatów będzie bardzo słaba z uwagi na trudne otoczenie makro. Po wyłączeniu efektu drożejącej ropy (efekt LIFO 889 mln PLN i kolejne 300 mln PLN z przerobu i sprzedaży ropy Rebco zastąpionej surowcem lekkim) oraz przychodów z pozytywnego wyroku sądu w sporze z Energa (31 mln PLN) wynik operacyjny LIFO wyniósłby tylko 120 mln PLN (przy niższej o 40 mln PLN q/q amortyzacji) i był zbudowany przez segment petrochemiczny (wsparty istotnie przez obszar nawozowy). Rafineria bez przeszacowania zapasów była na minusie (-111 mln PLN), a detal wypracował zaledwie jedną trzecią tego co przed rokiem (efekt presji na marże na stacjach benzynowych). O tym, że wysokie zyski nominalne nie przekładały się na przepływy pieniężne i zostały w całości zneutralizowane przez ruchy na kapitale obrotowym świadczy ujemny cash flow operacyjny (-41 mln PLN). W naszej opinii wyniki za 1Q w zestawieniu z aktualnymi trendami makro (słabe marże na produktach i umocnienie złotego neutralizujące z nawiązką mocniejszy dyferencjał) oraz perspektywą kosztów tegorocznych remontów nie napawają optymizmem jeśli chodzi o kolejne okresy. Zwracamy również uwagę na możliwość odwracania się części efektów optymalizacji kapitału obrotowego (było to już widoczne w 1Q) po podpisaniu umowy refinansowania linii kredytowych. Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Skonsolidowane wyniki PKN Orlen za 1Q'2011 na tle prognoz DI BRE

(mln PLN)	1Q 09	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10	2Q 10	3Q 10	4Q 10	1Q 11	1Q 11P	zmiana
Przychody	14 702	16 770	18 649	17 807	17 442	21 068	22 106	22 931	22 674	23 191	-2%
EBIT	-320	661	423	334	464	1 123	789	747	1 339	1 073	25%
rafineria	-116	770	137	333	426	983	462	610	1 028	892	15%
efekt LIFO rafineria	-292	890	271	160	375	453	60	469	843	770	9%
detal	87	223	363	207	75	216	309	224	26	63	-59%
petrochemia	-162	-180	32	17	85	84	132	175	265	138	92%
efekt LIFO petrochemia	46	38	36	3	40	-12	-7	30	46	30	53%
chemia	90	8	34	-34	20	38	10	-58	120	100	20%
pozostałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
nieprzypisane	-219	-160	-142	-189	-142	-198	-124	-204	-100	-150	-33%
EBIT LIFO	-74	-267	116	171	49	682	736	248	450*	273	65%
Amortyzacja	651	656	627	633	601	612	614	596	554	596	-7%
EBITDA	331	1 317	1 050	967	1 065	1 735	1 403	1 343	1 893	1 669	13%
Działalność finansowa	-951	674	685	-65	327	-1005	675	-49	36	54	-32%
Zysk brutto	-1 271	1 335	1 108	269	791	118	1 463	698	1 375	1 127	22%
Zysk netto	-1 095	1 171	931	302	593	-5	1 242	541	1 105	908	22%

*wynik LIFO dla 1Q wyniósł 450 mln PLN, ale po uwzględnieniu pełnego wpływu rosnącej ropy szacujemy go na 154 mln PLN

Źródło: PKN Orlen, DI BRE Banku

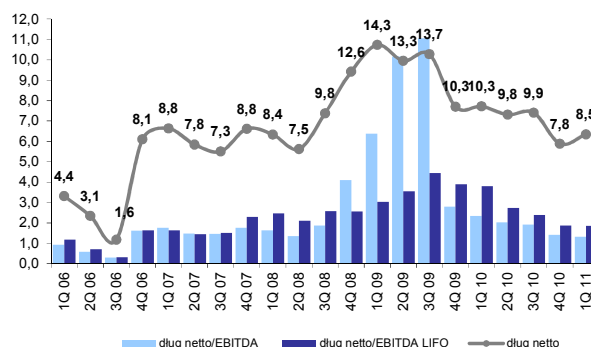
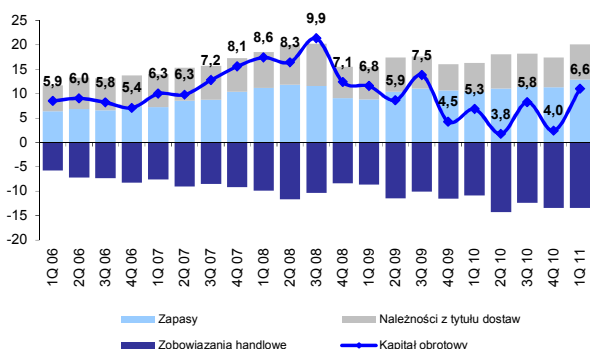
Słaba jakość wyników w kluczowych obszarach

Wynik operacyjny Orlenu sięgnął w 1Q'2011 aż 1,3 mld PLN ale zdecydowana większość zysków była związana z otoczeniem rosnącej ceny ropy. Raportowany efekt LIFO wyniósł co prawda tylko 889 mln PLN, ale kolejne 296 mln PLN pochodziło z przerobu taniej ropy rosyjskiej zastąpionej ropą lekką w jednym ze zbiorników (tym samym ten wynik choć jego ekonomiczny sens był identyczny z efektem LIFO został zaprezentowany osobno z uwagi na brak konieczności odnowienia tych rezerw zastąpionych innym surowcem). Oczyszczony o efekt przeszacowania zapasów EBIT wyniósłby więc zaledwie 154 mln PLN, co w pełni odzwierciedla słabość otoczenia makro w sektorze rafineryjnym. Ten kluczowy segment przy stabilnych cenach ropy wygenerowałby ujemny EBIT -111 mln PLN. W obszarze detalicznym Orlen odnotował bardzo mocny spadek zysków r/r (-50 mln PLN), co było związane z presją na marże na stacjach benzynowych i wzrostem kosztów operacyjnych. Nie nastraja to pozytywnie szczególnie w kontekście II-go i III-go kwartału, które są bardziej kluczowe dla wyników skonsolidowanych niż 1Q (w ubiegłym roku zysk operacyjny detalu w tym okresie wyniósł 525 mln PLN więc proporcjonalny ubytek marży może mieć istotne znaczenie). Kwartałny zysk uratował segment petrochemiczny, gdzie zarówno Anwil jak i aktywa olefinowe wypracowały wysokie marże, korzystając na sprzyjającej koniunkturze w branży. Koszty ogólne również prezentowały się korzystniej niż prognozowaliśmy (-100 mln PLN vs. -150 mln PLN), ale wynikało to w dużej mierze z odzyskania kwoty spornej od Energi po korzystnej decyzji sądu na 31,5 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej większych zaskoczeń nie zaobserwowaliśmy i ostatecznie zysk netto sięgnął 1,1 mld PLN (przy nieco niższej efektywnej stopie podatkowej na poziomie 17%).

Ujemny cash flow operacyjny, wzrost zadłużenia

Słabą jakość wyników Orlenu i fakt, że zostały osiągnięte dzięki księgowym przeszacowaniom zapasów potwierdza rachunek cash flow. Przepływy z działalności operacyjnej okazały się w 1Q'2011 ujemne (-42 mln PLN), co wynikało z negatywnego salda na kapitale obrotowym, który wzrósł q/q o 2 mld PLN. Obok zwiększenia zapasów (1,5 mld PLN) zanotowano również wzrost cyklu obrotu należności, co może być konsekwencją zaostrzeniu konkurencji na krajowym rynku i wynegocjowaniu przez głównych klientów hurtowych lepszych warunków płatności. Nie udało się również utrzymać relatywnie długich terminów płatności u dostawców. Może to oznaczać, że w obecnych warunkach kredyty kupieckie u traderów ropy rosyjskiej nie są już korzystne w relacji do długu bankowego. Warto też zauważyć, że Orlen zrefinansował już swoje linie kredytowe na 2,6 mld EUR (zapadające w 2011 i 2012 roku), a więc obserwowane w poprzednich kwartałach obniżanie długu netto poprzez przesuwanie zobowiązań bankowych do innych kategorii (dostawcy, sprzedaż zapasów) nie jest już konieczne. Nie jest więc wykluczony dalszy wzrost kapitału obrotowego, tym bardziej że w kwietniu Spółka musiała odkupić transzę zapasów obowiązkowych za 421 mln USD. Fakt, że nie udało się porozumieć z tym samym bankiem w sprawie jej rolowania może świadczyć o wzroście kosztów takich transakcji na rynku (głównie hedgingu). Dług netto na poziomie 8,5 mld PLN może być więc trudny do utrzymania nawet po uwzględnieniu niższych wydatków inwestycyjnych (tylko 326 mln PLN w 1Q plus 250 mln PLN jakichś zaległych płatności).

Saldo na kapitale obrotowym vs. zadłużenie netto PKN Orlen

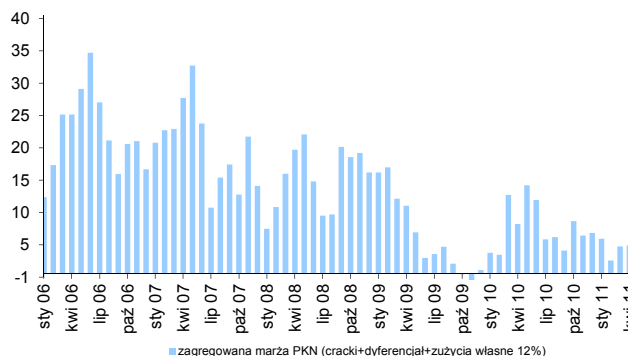
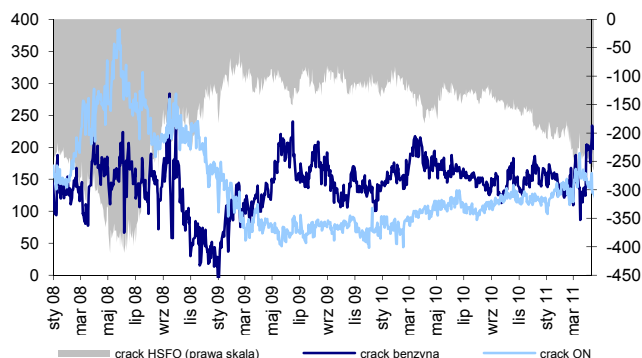


Źródło: PKN Orlen, opracowanie DI BRE Banku

Perspektywy na kolejne kwartały

Wyniki Orlenu za 1Q'2011 choć ze względu na wysoki poziom zysków z przeszacowania ropy realizują już znaczną część naszych rocznych prognoz, nie stanowią podstaw do optymistycznych szacunków na kolejne okresy, szczególnie biorąc pod uwagę utrzymującą się słabość otoczenia makro w rafinerii. Odnotowujemy co prawda znacznie wyższy poziom dyferencjału Ural/Brent, ale są one z nawiązką neutralizowane przez słabe cracki na produktach (szczególnie na HSFO i dieslu) oraz wysokie koszty zużyć własnych, a także ostatnie skokowe umocnienie złotego do dolara. W kolejnych kwartałach nie będą pomagać także asfalty (marże są znacznie niższe niż przed rokiem) i kontynuacja przestojów remontowych na kluczowych instalacjach (remont HG, przestój na instalacji wodoru I, która miała być remontowana przez 3 miesiące począwszy od 1Q, ale musiała pracować ze względu na awarię wodoru II). Na poziomie skonsolidowanym może również brakować bardzo dobrych sezonowo rezultatów z obszaru nawozowego, a w dalszym ciągu wyniki będą obciążane kosztami remontów poprzez usługi obce i utracone marże. W kontekście toczącego się sporu ze związkami zawodowymi wyższego obciążenia można spodziewać się również po kosztach wynagrodzeń, które w 1Q wzrosły r/r tylko o 20 mln PLN. Zwracamy uwagę, że baza odniesienia jeśli chodzi o warunki makro wyraźnie rośnie w kolejnych kwartałach w ujęciu r/r, a Spółce udało się tylko nieznacznie pobić słaby wynik LIFO z 1Q'2010.

Cracki paliwowe i zagregowana marża Orlenu w PLN/Bbl



Źródło: Bloomberg, szacunki DI BRE Banku



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 Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybała@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

Maklerzy:

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@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 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 przedstawiane 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, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, AtlasEst, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Wafama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnyty, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje KRUK.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

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.