



18 listopada 2009

Aktualizacja raportu



Rafineryjny

Polska

Cena bieżąca	31,97 PLN
Cena docelowa	38,20 PLN
Kapitalizacja	13,674 mld PLN
Free float	9,204 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	86,39 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	27,52%
ING OFE	5,17%
Pozostali	67,31%

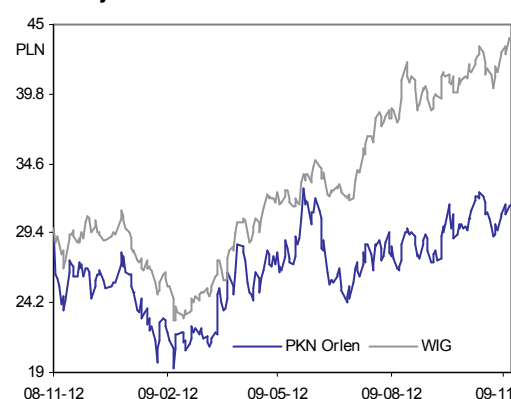
Strategia dotycząca sektora

W ostatnich miesiącach otoczenie zewnętrzne dla rafinerii nie było sprzyjające, zarówno jeśli chodzi o marżę, jak i dyferencjał Ural/Brent. Pojawiają się już jednak sygnały poprawy sytuacji w tym zakresie. Utrzymanie obecnego ożywienia popytu na światowym rynku paliwowym powinno systematycznie wspierać sentyment w sektorze.

Profil spółki

PKN Orlen jest największą rafinerią w regionie, posiadającą 14,1 mln ton mocy głębokiego przerobu ropy naftowej rocznie. Ponadto poprzez spółki zależne, PKN Orlen jest aktywny w segmencie chemicznym (Anwil) i petrochemicznym (BOP). W 2005 roku PKN Orlen przejął czeską grupę Unipetrol, a w 2006 sfinalizował transakcję nabycia Mazeikiu Nafta na Litwie.

Kurs akcji PKN Orlen na tle WIG



Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

PKN Orlen

PKNA.WA; PKN PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Ryzyko kowenantów spada

Notowania Orlenu wypadają w ostatnich tygodniach słabiej zarówno od indeksu WIG20, jak i konkurencyjnych spółek rafineryjnych, tak więc trudno tłumaczyć to utrzymującymi się niskimi marżami rynkowymi. W naszej opinii inwestorzy przykładają znaczne dyskonto do wyceny Spółki z uwagi na ryzyko ponownego złamania się kowenantów kredytowych na koniec roku. Wszystko wskazuje jednak na to, że obecne kursy walutowe i podjęte przez Spółkę inicjatywy uwolnienia kapitału obrotowego w 4Q, wykluczają negatywny scenariusz w tym zakresie. Dodatkowo w najbliższych miesiącach można oczekiwać pozytywnych informacji o zaawansowaniu procesów dezynwestycyjnych Polkomtela i Anwilu. Pozytywnie na kurs akcji może wpływać także spodziewany wzrost dyferencjału Ural/Brent (ostatnie tygodnie przyniosły już w tym zakresie pozytywne sygnały). Utrzymujemy naszą wycenę akcji Orlenu i nadal rekomendujemy ich kupno.

Wyniki za 3Q - mocny detal, petrochemia na plusie

W 3Q zgodnie z oczekiwaniami Orlen wypracował bardzo wysokie zyski w segmencie detalicznym i po trzech kwartałach strat, wyszedł na plus w części petrochemicznej. Nadal pod presją były wyniki segmentu rafineryjnego, który oprócz niskich marż i dyferencjału, ucierpiał dodatkowo na przestoju instalacji HOG i HC w Płocku. Raportowany EBIT został jednak wsparty ponad 307 mln PLN z tytułu przeszacowania zapasów i ostatecznie wyniósł 423 mln PLN vs. oczekiwane 400 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej Spółka zanotowała wyższe niż prognozowaliśmy zyski z różnic kursowych na zobowiązaniach walutowych i zysk netto wyniósł aż 931 mln PLN.

Szansa na wzrost dyferencjału

Makro rafineryjne pozostaje trudne i w kontekście niskiego wykorzystania światowych mocy rafineryjnych, nawet w scenariuszu dalszego odbudowywania się popytu na paliwa nie można oczekiwać szybkiego skokowego wzrostu marż przerobowych. Widzimy natomiast szansę na dynamiczne odbicie w zakresie dyferencjału Ural/Brent. Powinno to być możliwe dzięki obserwowanemu wzrostowi produkcji surowca w krajach OPEC (zwiększenie podaży ciężkiej ropy i poprawa dyskonta cenowego) oraz pogorszeniu cracków na HSFO (sezonowe zmniejszenie popytu na asfalty, konkurencyjne ceny gazu).

Warunki kredytowe- ryzyko maleje

Ryzyko ponownego złamania warunków kredytowych na koniec tego roku wciąż infekuje notowania Orlenu. W naszej opinii przy założeniu utrzymania się obecnych kursów EUR i USD, Spółka powinna obniżyć relację długu netto do strumienia EBITDA poniżej wymaganego poziomu 3,5. Będzie to efektem przede wszystkim wysokiego poziomu cash flow z działalności operacyjnej opartego na uwolnieniu gotówki z kapitału obrotowego oraz obniżenia wyceny kredytów walutowych. Szacujemy, że dług netto na koniec grudnia wyniesie 12,6 mld PLN, co przy zakładanym EBITDA rzędu 3,7 mld PLN będzie implikować wspomniany wskaźnik kredytowy na poziomie 3,4.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	63793,0	79535,2	68342,1	80186,0	86149,2
EBITDA	5035,3	887,6	3745,3	4121,0	4709,0
marża EBITDA	7,9%	1,1%	5,5%	5,1%	5,5%
EBIT	2603,9	-1603,8	1163,9	1456,4	1839,2
Zysk netto	2412,4	-2505,7	1326,5	1376,4	1370,7
DPS	0,00	1,62	0,00	0,00	0,64
P/E	5,7	-	10,3	9,9	10,0
P/CE	2,8	-953,6	3,5	3,4	3,2
P/BV	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	5,0	32,6	7,7	7,3	6,4
DYield	0,0%	5,1%	0,0%	0,0%	2,0%

3Q'09- bez pozytywnego zaskoczenia na poziomie EBIT

Wynik operacyjny Orlenu wyniósł 423 mln PLN i był tylko nieznacznie lepszy od naszych oczekiwań z uwagi na nieco niższą niż prognozowaliśmy amortyzację. W ujęciu segmentowym również nie znajdujemy większych odchyleń od naszych prognoz. Na działalności rafinerijnej Spółka wypracowała EBIT na poziomie 137 mln PLN (prognoza 141 mln PLN) przy efekcie LIFO 307 mln PLN (dokładnie tyle ile wynosiły nasze szacunki). Rezultat w tym segmencie mógłby być lepszy, gdyby nie przestój remontowy na instalacjach HOG i HC w Płocku, który obniżył zyski o około 150-200 mln PLN. Bardzo dobre wyniki osiągnął segment detaliczny (363 mln PLN vs. oczekiwane 325 mln PLN), na co wpływ miał wzrost marż paliwowych (+108 mln PLN) i pozapaliwowych (+30 mln PLN) na stacjach neutralizowany częściowo przez wyższe o 55 mln PLN koszty operacyjne (częściowo efekt odpisów na należności). Segment petrochemiczny, tak jak szacowaliśmy wyszedł już w tym kwartale na plus osiągając EBIT na poziomie 65 mln PLN (prognoza 54 mln PLN). Saldo na działalności finansowej wyniosło aż 685 mln PLN wobec szacowanych 520 mln PLN i złożyły się na nie następujące pozycje: zysk z jednostek konsolidowanych metodą praw własności (83 mln PLN vs. prognoza 93 mln PLN), dodatnie różnice kursowe na kredytach walutowych (376 mln PLN vs. prognoza 342 mln PLN), zrealizowane różnice kursowe na zobowiązaniach handlowych (350 mln PLN vs. oczekiwane 280 mln PLN) oraz koszty odsetkowe (-116 mln PLN vs. oczekiwane -160 mln PLN). Ostatecznie więc zysk netto za 3Q okazał się ponad 20% lepszy od naszych szacunków i oczekiwań rynkowych.

Skonsolidowane wyniki kwartalne GK PKN

(mln PLN)	IIIQ 2009	IIIQ 2008	zmiana	IIIQ 2009P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	I-IIIQ 2009P	I-IIIQ 2008	zmiana
Przychody	18 649	23 057	-19,1%	18 077,8	3,2%	18 440	1,1%	50 121,0	63 088,0	-20,6%
EBITDA	1 050	1 120	-6,3%	1 055,4	-0,5%	1 106	-5,1%	2 698,0	4 526,0	-40,4%
marża EBITDA	5,6%	4,9%	-	5,84%	-	6,0%	-	5,4%	7,2%	-
EBIT	423	512	-17,4%	399,4	5,9%	436	-3,0%	763,0	2 724,0	-72,0%
Zysk brutto	1 108	124	-	920,3	20,4%	-	-	1 172,0	3 053,0	-61,6%
Zysk netto	931	21	-	747,4	24,6%	778	19,7%	1 006,0	2 388,0	-57,9%

Źródło: PAP, Orlen, szacunki DI BRE

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 3Q'09 okazały się ujemne (-827 mln PLN), co było przede wszystkim konsekwencją wzrostu kapitału obrotowego o 2,2 mld PLN. Nie powinno to stanowić dużego zaskoczenia, gdyż wcześniej Zarząd zapowiadał iż w tym okresie Spółka zaksięguje realizację płatności z tytułu kar sądowych (564 mln PLN) oraz zakupu ropy na zapasy obowiązkowe w 2Q'09 (0,5 mld PLN). Tłumaczy to spadek zobowiązań o 1,3 mld PLN. Negatywnie na cash flow wpłynął także wzrost zapasów o prawie 850 mln PLN, aczkolwiek wg. komentarza Zarządu jest to efekt przejściowy związany z przestojami remontowymi prowadzonymi w rafineriach Grupy. W związku z ujemnymi przepływami operacyjnymi Orlen zanotował wzrost długu netto do 13,7 mld PLN, aczkolwiek skala wzrostu (431 mln PLN) została mocno ograniczona dzięki przeszacowaniu w dół kredytów walutowych (-376 mln PLN denominowane w EUR i -586 mln PLN denominowane w USD) oraz dalszemu ograniczaniu wydatków inwestycyjnych, które w tym kwartale sięgnęły 813 mln PLN.

Skonsolidowane wyniki GK Orlen wg. segmentów

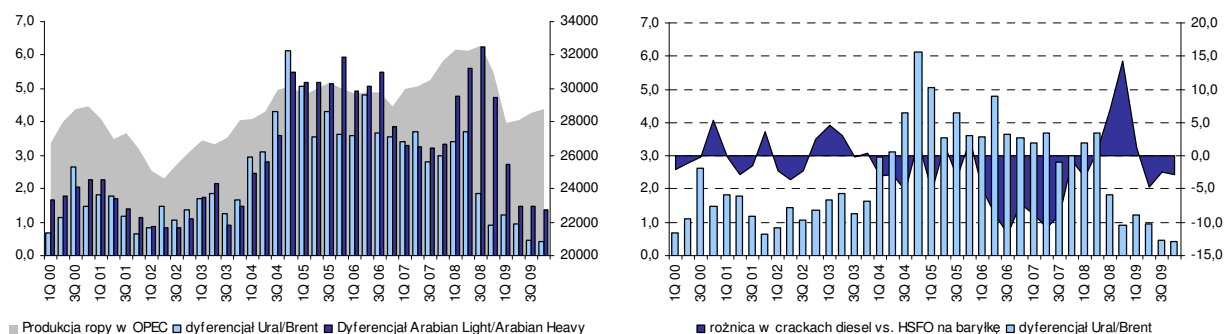
(mln PLN)	I kw. 08	II kw. 08	III kw. 08	IV kw. 08	I kw. 09	II kw. 09	III kw. 09
Przychody	17 938	22 090	23 057	16 449	14 702	16 770	18 649
EBIT	565	1 646	512	-1 965	-320	661	423
rafineria	330	1 407	184	-1 778	-116	770	137
LIFO	355	845	-316	-2 713	-246	928	307
detal	70	109	247	165	87	223	363
petrochemia	278	35	104	-97	-162	-180	33
chemia	0	73	87	33	90	8	-
pozostałe	0	74	29	33	0	0	-
nieprzypisane	-113	-52	-139	-321	-219	-160	-142
EBIT LIFO	210	801	828	748	-74	-267	116
Amortyzacja	587	607	608	690	651	656	627
EBITDA	1 152	2 253	1 120	-1 275	331	1 317	1 050
Działalność finansowa	225	402	-388	-1621	-951	674	685
Zysk brutto	790	2 048	124	-3 586	-1 271	1 335	1 108
Zysk netto	626	1 668	21	-3 047	-1 095	1 171	931

Źródło: PKN Orlen

Segment rafineryjny

W sektorze rafineryjnym nadal nie nastąpiła istotna poprawa marż po ich znacznym osłabieniu na początku tego roku. Poziom wykorzystania mocy w amerykańskich rafineriach w ostatnich tygodniach uległ dalszemu zmniejszeniu. Podobne tendencje obserwowane są u europejskich producentów paliw i wpisuje się w nie decyzja o obniżeniu produkcji w rafinerii Orlenu w Możejkach. Kontynuacja ożywienia gospodarczego powoli jednak powinna przekładać się na wzrost zapotrzebowania na paliwa i zwiększenie cracków na dieslu, które najbardziej ucierpiały na załamaniu światowej koniunktury. Ze względu jednak na wysoką lukę między aktualnym popytem a potencjałem produkcyjnym, proces ten będzie w naszej opinii postępował powoli i nie należy oczekiwać skokowego wzrostu marż rafineryjnych na przestrzeni jednego czy dwóch kwartałów. Inaczej sytuacja wygląda w przypadku drugiego kluczowego parametru z punktu widzenia Orlenu, a więc dyferencjału Ural/Brent. W naszej opinii odbudowanie się dyskonta cenowego w ropach ciężkich może być bardzo dynamiczne i będzie wynikać z oczekiwanego wzrostu wydobycia ropy w krajach OPEC (korelacja z rosnącymi cenami ropy), które w drugiej połowie 2008 roku mocno ograniczyły podaż właśnie rop ciężkich zasłanych, co wpłynęło na wzrost ich notowań w relacji do surowców lekkich typu Brent. Dodatkowym czynnikiem wspierającym ten scenariusz jest widoczna rosnąca dysproporcja między pogarszającymi się ujemnymi crackami na ciężkich pozostałościach (sezonowy efekt niższego zapotrzebowania na asfalty oraz rosnąca konkurencyjność cenowa gazu ziemnego) i słabymi crackami na dieslu, które nie rekompensują utraconej marży na przerobie ciężkiej ropy. Nie podzielamy opinii, iż obecny niski poziom dyferencjału to efekt skutecznych działań rosyjskich eksporterów ropy, gdyż analiza danych miesięcznych sprzedaży surowca rosyjskiego w kierunku zachodnim wskazuje, że wolumeny w tym kanale cały czas rosną. W ostatnich tygodniach dostrzegamy pierwsze pozytywne sygnały w zakresie zmian dyferencjału Ural/Brent (od początku października parametr ten wzrósł z poziomu 0,3 USD/Bbl do 0,7 USD/Bbl). Na razie wzrosty te nie są przełomowe z punktu widzenia wyników Orlenu w 4Q tego roku, ale w naszej opinii ich kontynuacja będzie stanowić uwiarygodnienie naszego scenariusza.

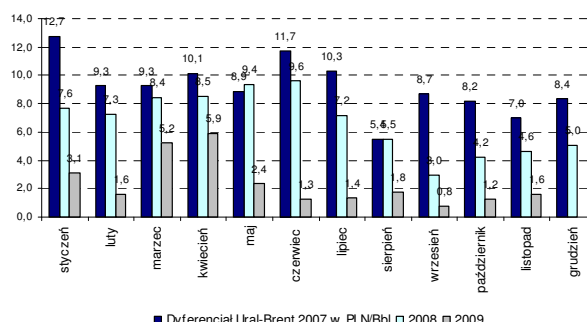
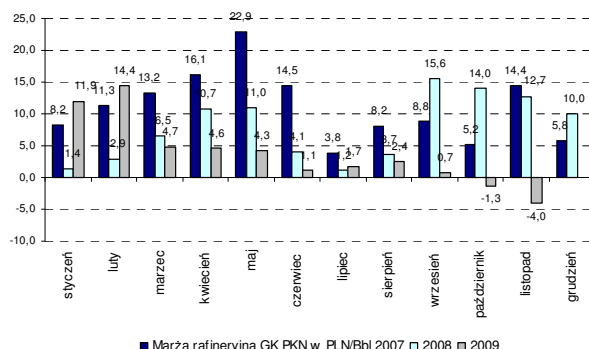
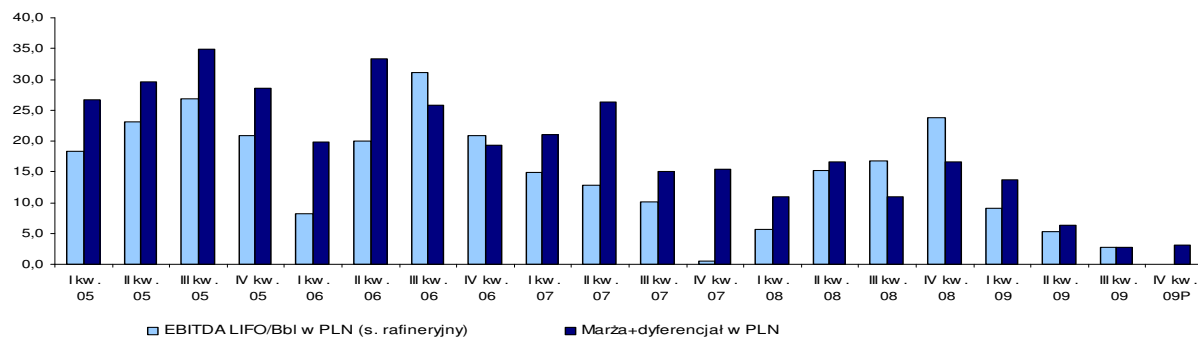
Dyferencjały w cenie rop ciężkich na tle produkcji OPEC oraz relacji cracków na dieslu i HSFO



Źródło: Bloomberg, szacunki DI BRE

Otoczenie makro w pierwszych trzech kwartałach roku z punktu widzenia segmentu rafineryjnego PKN Orlen pozostawało mocno niesprzyjające, co obok przestojów remontowych i awarii instalacji znalazło bezpośrednie odzwierciedlenie w wyniku operacyjnym z tej działalności liczonemu wg. LIFO (tylko -79 mln PLN vs. 1,2 mld PLN w tym samym okresie ubiegłego roku). Raportowany EBIT wyniósł 0,79 mld PLN, ale tylko dzięki wysokim dodatnim przeszacowaniom zapasów, które w całej Grupie (łącznie z petrochemią) sięgnęły około 1 mld PLN. W 4Q'09 nie spodziewamy się w tym zakresie przełomu i oczekujemy, że podobnie jak w ostatnich okresach zysk operacyjny segmentu będzie budowany przede wszystkim przez pozytywny efekt LIFO (ponad 300 mln PLN). W ujęciu q/q zysk segmentu powinien być jednak nieco lepszy z uwagi na brak obciążenia wyników rafinerii w Płocku kosztami remontu instalacji HC i HOG (około 150-200 mln PLN). W przyszłym roku jakość generowanych zysków z tej działalności powinna się poprawić z uwagi na oczekiwany wyższy średni poziom dyferencjału, lekko wyższe marże oraz zwiększony wolumen produkcji. Efekt LIFO nadal powinien stanowić pozytywną kontrybucję, ale już w znacznie mniejszej skali niż w roku 2009 (326 mln PLN vs. 1,34 mld PLN), co bezpośrednio wynika z przyjętych założeń cen ropy Brent i kursu USD/PLN.

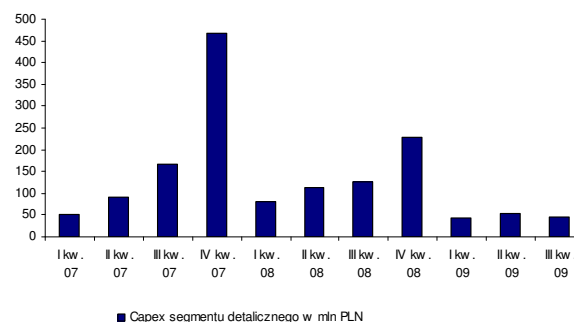
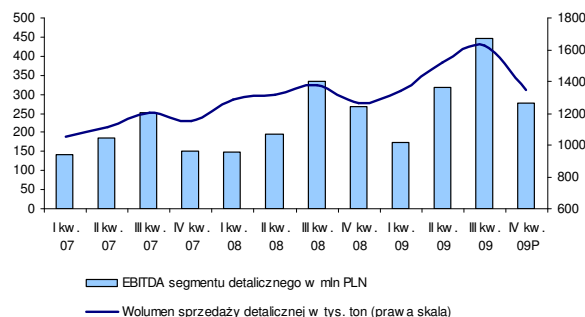
Wyniki segmentu rafineryjnego PKN vs. otoczenie makro



Źródło: Bloomberg, szacunki DIBRE

Segment stacji benzynowych w obecnych trudnych dla rafinerii warunkach makroekonomicznych stanowi w ramach Grupy Orlen czynnik stabilizujący zarówno przepływy pieniężne, jak i raportowany zysk operacyjny. W pierwszym półroczu EBIT na tej działalności sięgnął 310 mln PLN vs. 192 mln PLN rok wcześniej. W 3Q segment wypracował rekordowy zysk operacyjny przekraczający 363 mln PLN, co było efektem przede wszystkim wyższych marż detalicznych, wyższych wolumenów (+18% r/r) oraz rosnącej sprzedaży produktów pozapaliwowych (zasługa rozwoju koncepcji „stop cafe” i „bistro cafe”). W 4Q'09 ze względu na naturalną sezonowość, należy oczekiwać spadku zysków w ujęciu q/q, ale sprzyjająca pogoda w październiku i listopadzie powinna pozwolić na poprawę w ujęciu r/r. Stąd zdecydowaliśmy się podnieść nasze szacunki rocznego EBIT tego segmentu z 753 mln PLN do 840 mln PLN. Ponownie zwracamy też uwagę, iż powoli kończy się program rewitalizacji sieci stacji (widoczna tendencja spadkowa na nakładach inwestycyjnych), co powinno pozwolić na dalszą poprawę wyników na tej działalności (przykładowo w 2Q'08 modernizowanych było 78 obiektów, a w 2Q'09 już tylko 14).

EBITDA segmentu detalicznego vs. wolumen sprzedaży paliw na stacjach

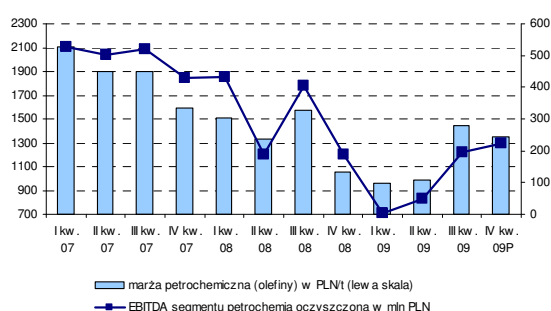
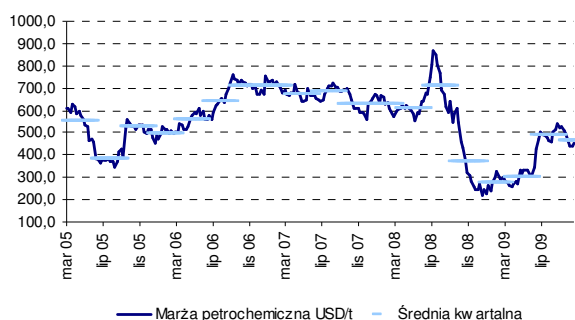


Źródło: PKN Orlen, szacunki DIBRE

Segment petrochemiczny

Od początku lipca obserwujemy znaczącą poprawę marż petrochemicznych, zarówno jeśli chodzi o olefiny jak i poliolefiny, mimo systematycznego wzrostu cen wsadu do produkcji w związku z droższą ropą. Odbudowa rentowności w tym segmencie to z jednej strony efekt odbudowującego się popytu na tworzywa (w tym rządowych programów pomocowych skierowanych przede wszystkim do sektora motoryzacyjnego), a z drugiej kwestia serii niezaplanowanych przestojów instalacji (potencjał 2,5 mln ton), które obok wcześniejszych ekonomicznych redukcji wykorzystania mocy doprowadziły do szybkiego spadku podaży petrochemikaliów (w szczególności propylenu, etylenu oraz butadienu). Te tendencje znalazły odzwierciedlenie w wyniku EBITDA segmentu w 3Q'09 (195 mln PLN vs. -13 mln PLN w 1H'09) i spodziewamy się, że ostatni kwartał 2009 roku przyniesie potwierdzenie odbudowy rentowności. W przyszłym roku, przy założeniu utrzymania się obecnych marż rynkowych na petrochemikaliach, oczekujemy znaczącej poprawy wyniku operacyjnego na tej działalności (148 mln PLN EBIT vs. -258 mln PLN w tym roku).

Marża petrochemiczna vs. wynik EBITDA segmentu petrochemicznego PKN

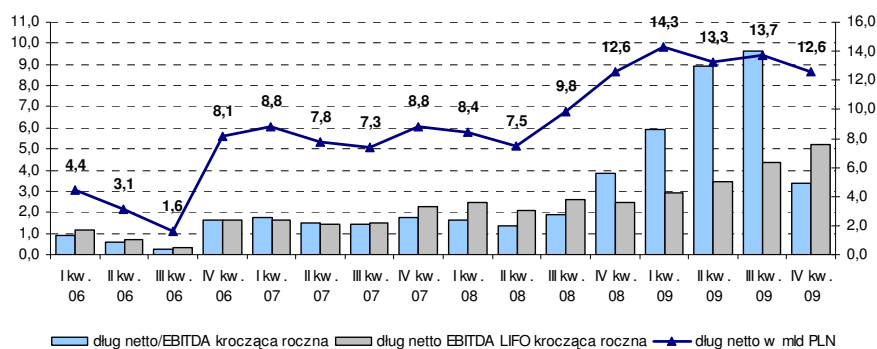


Źródło: Bloomberg, PKN, szacunki DIBRE

Warunki kredytowe- sytuacja na koniec 2009

Obecnie inwestorzy nadal obawiają się, że w przyszłym roku Orlen będzie musiał ponownie przystąpić do negocjacji z instytucjami kredytującymi, gdyż na koniec 2009 roku kiedy znów sprawdzane będą kowenanty, zadłużenie netto przekroczy 3,5-krotność strumienia EBITDA. Według naszych szacunków przy obecnym poziomie kursów walutowych USD/PLN (2,75) i EUR/PLN (4,10) Spółka powinna, mimo trudnego otoczenia makro, spełnić ten warunek (prognoza dług_netto do EBITDA na poziomie 3,4). Będzie to możliwe przede wszystkim dzięki wysokim przepływom pieniężnym z działalności operacyjnej w 4Q'09 (ponad 1,6 mld PLN), wygenerowanym na obniżeniu salda kapitału obrotowego q/q (wzmoczone działania factoringowe obniżające stan należności, wydłużenie płatności wobec kontrahentów, ewentualne operacje na zapasach obowiązkowych). Powinno to pozwolić, wraz z kolejnym przeszacowaniem kredytów walutowych, na obniżenie długu netto na koniec roku do 12,6 mld PLN z 13,7 mld PLN na koniec września. Bufor bezpieczeństwa w tym wypadku nie jest jednak znaczący i dlatego nie można wykluczyć konieczności ponownego aneksowania umów kredytowych. W naszej opinii z uwagi na poprawę globalnego otoczenia na rynkach finansowych i fakt osiągnięcia satysfakcjonującego porozumienia w znacznie trudniejszych warunkach z kwietnia 2009, kolejna podwyżka marży może sięgnąć co najwyżej 100 punktów bazowych. Nie powinno to jednak oznaczać proporcjonalnego wzrostu kosztów odsetkowych w związku z oczekiwanym obniżeniem zadłużenia netto w Grupie Orlenu w przyszłym roku (zmniejszony Capex, sprzedaż Polkomtela i Anwilu, możliwe uwolnienie gotówki z zapasów).

Dług netto Orlenu w relacji do EBITDA



Źródło: PKN, szacunki DIBRE

Planowane dezinwestycje (aktualizacja)

Zarząd PKN Orlen wśród głównych planowanych dezinwestycji wymienia posiadany przez Spółkę 24,39% pakiet operatora komórkowego Polkomtel oraz 85% udziałów w grupie chemicznej Anwil. Wartość tych aktywów po opodatkowaniu szacujemy odpowiednio na 3,4 mld PLN (8,0 PLN na akcję) oraz 1,4 mld PLN (3,2 PLN na akcję). Orlen wystawił także na sprzedaż 12 stacji benzynowych oraz bazy magazynowe o wartości wywoławczej sięgającej 100 mln PLN. Zapowiedziano także przegląd posiadanych spółek zależnych, a wpływy ze sprzedaży części z nich w perspektywie 3 lat szacowane są na kilkaset mln PLN. Wśród potencjalnych podmiotów, które mogą znaleźć się na tej liście wymienia się m.in. spółki transportowe Orlen Transport i Orlen Koltrans. Według naszych wstępnych szacunków wartość tych aktywów może wynosić odpowiednio 60-65 mln PLN oraz 50-55 mln PLN. Na razie jednak trudno określić harmonogram ewentualnego ich spieniężenia.

Polkomtel

Proces sprzedaży pakietu Polkomtela jest prowadzony zgodnie z harmonogramem. W tym miesiącu inwestorzy powinni otrzymać szczegółowe informacje dotyczące tej oferty. Nadal ważnym aspektem w określeniu terminu ewentualnej sprzedaży akcji operatora jest umowa dotychczasowych akcjonariuszy przewidująca prawo pierwokupu (od momentu wystawienia na sprzedaż, inni właściciele mają 30 dni na rozważenie dokupienia udziałów). Na pewno z tego prawa nie będzie chciała skorzystać PGE (Spółka zapowiedziała sprzedaż swojego 21,85% pakietu), nie wiadomo natomiast jak zachowają się pozostali współudziałowcy (KGHM 24,39%, Węgłokoks 4,98% oraz Vodafone 24,39%). Wydaje się jednak, że potencjalnym zainteresowanym będzie tylko Vodafone, choć ostatnie doniesienia agencji raczej wskazują na brak determinacji tego koncernu w tej kwestii. W przypadku braku chętnych na pakiet należący do PKN i PGE w otwartym przetargu, możliwy jest także debiut giełdowy operatora, do którego Zarząd Polkomtela już rozpoczął przygotowania. Taki scenariusz oznaczałby jednak opóźnienie całego procesu i wymagałby zgody pozostałych akcjonariuszy, co może być trudne.

Anwil

Proces sprzedaży Anwila jest już na etapie due diligence, do którego dopuszczono kilku inwestorów, których oferta była dla Orlenu satysfakcjonująca (memoranda informacyjne zostały wysłane do ponad 100 podmiotów). Do końca roku Spółka spodziewa się wiążących ofert i na początku przyszłego roku powinny być przeprowadzone ostateczne negocjacje z przyszłym nabywcą. Bazując na wskaźnikach EV/EBITDA (mediana dla sektora na lata 2008/10), szacujemy wartość posiadanego przez Orlen 85% na 1,7 mld PLN (po opodatkowaniu na poziomie jednostkowym 1,4 mld PLN). Trudno na tym etapie oceniać prawdopodobieństwo finalizacji tej transakcji. Warto podkreślić jednak, że Anwil powinien stanowić ciekawą ofertę dla inwestorów branżowych ze względu na integrację surowcową z rafinerią i możliwość rozwijania tej współpracy w przypadku rozbudowy mocy produkcyjnych. Zwracamy także uwagę, że tegoroczne gorsze wyniki Grupy Anwil to efekt przede wszystkim straty wygenerowanej przez czeską Spolanę, która może być wyłączona z tej transakcji w przypadku negatywnego wpływu na cenę.



Założenia makroekonomiczne

Założenia makroekonomiczne przyjęte do modelu DCF

USD/Bbl	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
ropa Brent	54,5	65,4	72,8	98,0	61,1	75,0	80,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
ropa Ural	50,4	61,2	69,5	95,1	60,3	73,2	78,0	87,6	87,7	87,7	87,7	87,8	87,8	87,8
dyferencjał Ural-Brent	4,1	4,2	3,3	2,9	0,8	1,8	2,0	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2
marża produktowa PKN	6,3	4,5	6,4	4,9	3,1	3,3	4,0	4,3	4,6	5,0	5,3	5,7	5,5	5,5
marża produktowa Możejki	5,4	2,1	3,6	2,7	2,6	2,6	4,7	4,9	5,2	5,4	5,7	5,9	6,2	6,2
marża produktowa Unipetrol	8,5	5,9	7,3	9,7	4,8	5,5	5,6	5,8	5,9	6,1	6,2	6,4	6,5	6,5
Przerób ropy w mln ton														
Orlen	12,8	13,7	14,0	14,2	14,6	15,0	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Unipetrol	2,6	4,3	4,1	4,5	4,1	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
Możejki			5,0	9,2	8,7	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Produkcja petrochemiczna w tys. ton	1923	3051	3059	2956	2577	3204	3375	3804	3575	3804	3575	3804	3575	3805
Produkcja chemiczna w tys. ton	1326	1804	1826	1759	1750	1778	1798	1878	1878	1878	1878	1878	1878	1878
Chemia i petrochemia														
Marża chemiczna w EUR/t	500	535	568	619	551	528	538	565	565	557	557	557	557	557
Marża petrochemiczna w USD/t	498	559	660	566	396	451	465	511	511	497	497	497	497	497
Marża HDPE+LDPE USD/t	666	683	660	656	526	531	547	577	577	559	559	559	559	559
Marża PP USD/t	679	625	634	671	483	537	553	612	612	593	593	593	593	593
Marża PTA w USD/t			896	1037	728	866	866	926	1045	926	866	866	926	926
Pozostałe założenia makroekonomiczne														
kurs USD/PLN	3,23	3,11	2,77	2,42	3,12	2,91	2,80	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69
kurs EUR/PLN	4,02	3,90	3,78	3,48	4,30	3,85	3,80	3,70	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

Źródło: Bloomberg, PKN, Mazeikiu Nafta, szacunki DI BRE

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF (po uwzględnieniu udziałów w Polkomtelu), cenę docelową akcji PKN Orlen szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 38,2 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu

1. Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec października 2009 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2008 roku pomniejszony o otrzymaną w lutym transzę odszkodowania dla Możejek (63 mln USD) oraz powiększony o kwotę odkupu od rządu litewskiego 10% pakietu rafinerii w ramach opcji put (290 mln USD). Uwzględniamy także koszty kar umownych zasądzonych przez Sąd Arbitrażowy na rzecz Agrofertu (460 mln PLN zapłacone w lipcu powiększone o rezerwę 164 mln PLN na dodatkowe koszty wynikające z toczącego się ostatniego postępowania).
2. W modelu uwzględniamy przedstawione w poprzednim rozdziale założenia makroekonomiczne.
3. Wartość firmy powiększamy o posiadane udziały w Polkomtelu wraz z pakietem dokupionym pod koniec 2008 roku (po cenie nabycia, czyli 733 mln PLN).
4. W roku 2018 amortyzacja jest wyższa niż CAPEX, co nie jest do utrzymania w dłuższym terminie, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 1,9 mld PLN.
5. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy poziom sprzedaży oraz marżę EBITDA z roku 2018.
6. Po roku 2018 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,16%, współczynnik beta na poziomie 1,0.

Model DCF wyceny akcji PKN Orlen

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017	2018	2018+
Przychody ze sprzedaży	68 342	80 186	86 149	96 956	98 954	100 116	100 269	101 762	101 893	103 197	103 197
zmiana	-14,1%	17,3%	7,4%	12,5%	2,1%	1,2%	0,2%	1,5%	0,1%	1,3%	0,0%
EBITDA	3 745,3	4 121,0	4 709,0	6 166,4	5 958,7	5 866,6	5 881,2	6 155,8	6 179,6	6 255,1	6 255,1
marża EBITDA	5,5%	5,1%	5,5%	6,4%	6,0%	5,9%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%
Amortyzacja	2 581,4	2 664,7	2 869,7	2 902,3	2 716,5	2 467,1	2 346,3	2 296,3	2 177,1	2 155,1	1 943,4
EBIT	1 163,9	1 456,4	1 839,2	3 264,1	3 242,2	3 399,6	3 535,0	3 859,5	4 002,5	4 099,9	4 311,7
marża EBIT	1,7%	1,8%	2,1%	3,4%	3,3%	3,4%	3,5%	3,8%	3,9%	4,0%	4,2%
Opodatkowanie EBIT	221,1	276,7	349,5	620,2	616,0	645,9	671,6	733,3	760,5	779,0	819,2
NOPLAT	942,7	1 179,6	1 489,8	2 643,9	2 626,2	2 753,6	2 863,3	3 126,2	3 242,0	3 320,9	3 492,5
CAPEX	-3 716	-3 887	-3 185	-2 609	-2 293	-1 943	-1 943	-1 943	-1 943	-1 943	-1 943
Kapitał obrotowy	735	-975	-883	-3 021	-812	-221	-103	-133	-3	-29	-3
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	543	-1 018	292	-84	2 238	3 056	3 163	3 346	3 473	3 504	3 490
WACC	9,1%	9,0%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%	9,6%
współczynnik dyskonta	98,6%	90,4%	82,9%	76,0%	69,6%	63,8%	58,4%	53,4%	48,8%	44,6%	44,6%
PV FCF	535	-920	242	-64	1 558	1 949	1 846	1 786	1 695	1 564	
WACC	9,1%	9,0%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%	9,6%
Koszt długu	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	39,3%	40,0%	39,7%	38,6%	37,2%	36,4%	35,6%	34,5%	33,7%	33,0%	30,0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%	Analiza wrażliwości									
Wartość rezydualna (TV)	40 805	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	18 211	0,0% 1,0% 2,0% 3,0% 4,0%									
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	10 192	WACC +1,0pp	29,5	33,4	38,2	44,3	52,3				
Dług netto	13 397	WACC +0,5pp	31,3	35,6	41,0	48,0	57,2				
Udziałowcy mniejszościowi	2 719	WACC	33,4	38,2	44,3	52,3	63,1				
Dodatkowe rezerwy na pozew Agrofertu	-624	WACC -0,5pp	35,6	41,0	48,0	57,2	70,1				
Wartość firmy	11 663	WACC -0,1,0pp	38,2	44,3	52,3	63,1	78,7				
Liczba akcji (mln)	427,7										
Wartość firmy na akcję (PLN)	27,3										
Wartość udziałów w Polkomtelu na jedną akcję	8,0										
Ostateczna wartość firmy na akcję (PLN)	35,3										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%										
Cena docelowa	38,2										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,7										
P/E('09) dla ceny docelowej	12,3										
Udział TV w EV	56%										

Wycena porównawcza

	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2008	2009P	2010P	2011P	2008	2009P	2010P	2011P
MOL	16190	8,5	18,7	10,2	8,8	6,8	7,7	5,9	5,1
OMV	30,3	4,7	11,7	7,3	6,2	3,3	5,0	3,9	3,4
Lotos*	28,4	-8,1	5,1	9,4	4,8	41,0	10,0	11,7	5,4
Tupras	26,3	7,5	9,8	8,7	7,8	4,0	6,7	5,9	4,8
Hellenic	7,8	9,1	12,4	12,4	9,8	6,9	8,9	7,9	6,5
Unipetrol (CZK)	137,5	24,5	935,1	15,1	9,5	5,1	7,3	5,3	4,1
SNP Petrom	0,3	7,3	11,5	8,8	7,1	4,5	5,9	4,2	3,6
ERG	10,1	13,0	-26,6	21,8	14,1	4,1	21,6	6,2	5,1
Neste	11,9	6,8	21,2	16,9	9,6	5,4	10,2	8,4	5,9
Motor Oil	11,5	9,2	10,8	9,4	8,5	7,3	8,2	7,2	6,7
INA	1800,1	19,7	25,0	12,3	8,4	8,8	8,1	6,0	4,9
Maksimum		24,5	935,1	21,8	14,1	41,0	21,6	11,7	6,7
Minimum		-8,1	-26,6	7,3	4,8	3,3	5,0	3,9	3,4
Mediana		8,5	11,7	10,2	8,5	5,4	8,1	6,0	5,1
PKN	32,0	-	10,3	9,9	10,0	22,7	5,4	4,9	4,3
(premia / dyskonto)		-164,4%	-11,6%	-2,9%	17,0%	318,9%	-33,5%	-18,7%	-15,3%
Implikowana wycena									
Mediana		8,5	11,7	10,2	8,5	5,4	8,1	6,0	5,1
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję (PLN)		39,2							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2009

Dług netto PKN skorygowany o wartość pakietu Polkomtela i zapasy obowiązkowe w kwocie 5,6 mld PLN

Kalkulacja wskaźników dla Lotosu na bazie długu netto odpowiednio z lat 2007-10

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	52 867	63 793	79 535	68 342	80 186	86 149	96 956
<i>zmiana</i>	<i>28,4%</i>	<i>20,7%</i>	<i>24,7%</i>	<i>-14,1%</i>	<i>17,3%</i>	<i>7,4%</i>	<i>12,5%</i>
EBIT	2 576,6	2 603,9	-1 603,8	1 163,9	1 456,4	1 839,2	3 264,1
Rafineria	1 614,0	1 689,0	53,0	1 127,8	995,9	989,1	1 731,4
w tym efekt LIFO	32,0	1 167,0	-1 843,0	1 345,2	326,5	-102,7	473,9
Detal	439,0	423,0	625,0	857,3	840,1	867,7	914,7
Petrochemia	842,0	1 068,0	144,0	-257,8	148,7	329,7	916,9
Chemia	224,0	246,0	285,0	107,4	66,6	253,5	307,9
Pozostałe	8,0	-155,0	137,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty nieprzypisane	-550,4	-667,1	-2 977,8	-670,8	-594,9	-600,8	-606,8
EBIT LIFO	2 544,6	1 436,9	239,2	-181,3	1 129,9	1 941,9	2 790,2
Wynik na działalności finansowej	-68,0	139,8	-1 578,6	118,0	-35,0	-433,9	-306,7
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	220,7	267,4	266,5	262,0	262,0	262,0	262,0
Zysk brutto	2 729,3	3 011,1	-2 915,9	1 543,9	1 683,4	1 667,4	3 219,3
Podatek dochodowy	669,1	530,6	-388,8	237,3	319,8	316,8	611,7
Udziałowcy mniejszościowi	74,2	68,0	-21,4	-20,0	-12,9	-20,1	-9,5
Zysk netto	1 986,0	2 412,4	-2 505,7	1 326,5	1 376,4	1 370,7	2 617,1
<i>zmiana</i>	<i>-56,6%</i>	<i>21,5%</i>	<i>-203,8%</i>	<i>-153,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>90,9%</i>
<i>marża</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>-3,2%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,7%</i>
Amortyzacja	2 108,1	2 431,4	2 491,4	2 581,4	2 664,7	2 869,7	2 902,3
EBITDA	4 684,7	5 035,3	887,6	3 745,3	4 121,0	4 709,0	6 166,4
<i>zmiana</i>	<i>-30,4%</i>	<i>7,5%</i>	<i>-82,4%</i>	<i>321,7%</i>	<i>10,0%</i>	<i>14,3%</i>	<i>30,9%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>8,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>1,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,4%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7
EPS	4,6	5,6	-5,9	3,1	3,2	3,2	6,1
CEPS	9,6	11,3	0,0	9,1	9,4	9,9	12,9
ROAE	11,2%	12,4%	-13,3%	7,1%	6,9%	6,6%	11,7%
ROAA	5,0%	5,3%	-5,4%	2,8%	2,7%	2,5%	4,6%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	45 419,1	46 103,3	46 975,8	49 480,2	53 799,1	55 290,1	57 432,4
Majątek trwały	27 660,8	26 736,4	29 280,9	30 415,7	31 638,0	31 953,1	31 660,2
Rzeczowe aktywa trwałe	25 199,7	24 833,5	26 268,8	27 421,0	28 642,3	28 972,0	28 701,1
Wartości niematerialne i prawne	619,8	531,0	557,0	539,6	540,7	526,1	504,1
Udziały w innych podmiotach	716,3	700,3	1 561,1	1 561,1	1 561,1	1 561,1	1 561,1
Pozostałe aktywa trwałe	1 125,0	671,5	893,9	893,9	893,9	893,9	893,9
Majątek obrotowy	17 758,3	19 367,0	17 694,9	19 064,5	22 161,1	23 336,9	25 772,2
Zapasy	7 398,9	10 365,4	9 089,0	10 670,0	12 563,2	12 892,0	14 083,0
Należności krótkoterminowe	6 293,7	6 884,5	6 356,2	6 492,5	7 457,3	8 184,2	9 210,8
Pozostałe aktywa obrotowe	1 714,4	618,9	905,4	525,4	525,4	525,4	525,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	2 351,3	1 498,2	1 344,2	1 376,6	1 615,2	1 735,3	1 953,0

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	45 419,1	46 103,3	46 975,8	49 480,2	53 799,1	55 290,1	57 432,4
Kapitał własny	18 850,9	19 935,3	17 813,1	19 357,6	20 472,1	21 308,0	23 393,0
Kapitał akcyjny	1 057,6	1 057,6	1 057,6	1 057,6	1 057,6	1 057,6	1 057,6
Pozostałe kapitały własne	17 793,3	18 877,6	16 755,5	18 300,0	19 414,4	20 250,4	22 335,4
Kapitał mniejszości	2 731,6	2 638,0	2 718,6	2 698,6	2 685,7	2 665,6	2 656,1
Zobowiązania długoterminowe	8 958,1	11 091,4	4 634,2	13 632,4	14 744,4	15 163,0	15 887,9
Pożyczki i kredyty	6 211,2	8 602,7	2 610,7	11 608,9	12 720,9	13 139,5	13 864,4
Pozostałe	2 747,0	2 488,7	2 023,5	2 023,5	2 023,5	2 023,5	2 023,5
Zobowiązania krótkoterminowe	14 878,4	12 438,7	21 809,9	13 791,6	15 897,0	16 153,4	15 495,4
Pożyczki i kredyty	4 277,9	1 719,2	11 282,1	2 320,0	2 542,2	2 625,9	2 770,7
Zobowiązania handlowe	8 221,4	9 181,2	8 414,1	10 866,4	12 749,6	12 922,4	12 119,5
Pozostałe	2 379,1	1 538,2	2 113,7	605,2	605,2	605,2	605,2
Dług	10 489,1	10 321,9	13 892,8	13 928,9	15 263,1	15 765,4	16 635,1
Dług netto	8 137,8	8 823,7	12 548,5	12 552,3	13 648,0	14 030,1	14 682,1
(Dług netto / Kapitał własny)	43,2%	44,3%	70,4%	64,8%	66,7%	65,8%	62,8%
(Dług netto / EBITDA)	1,7	1,8	14,1	3,4	3,3	3,0	2,4
BVPS	44,1	46,6	41,6	45,3	47,9	49,8	54,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	3 693,2	1 965,1	3 616,8	3 973,0	2 826,3	3 509,3	2 534,2
Zysk netto	2 060,2	2 480,4	-2 526,6	1 306,5	1 363,6	1 350,6	2 607,7
Amortyzacja	2 108,1	2 431,4	2 491,4	2 581,4	2 664,7	2 869,7	2 902,3
Kapitał obrotowy	-492,8	-2 830,4	1 358,2	735,0	-974,9	-882,9	-3 020,5
Pozostałe	17,6	-116,3	2293,8	-650,0	-227,0	171,9	44,7
Przepływy inwestycyjne	-6 746,2	-2 845,1	-4 385,0	-4 574,8	-3 887,0	-3 184,9	-2 609,4
CAPEX	-1 924,6	-3 693,7	-3 969,4	-3 716,3	-3 887,0	-3 184,9	-2 609,4
Inwestycje kapitałowe	-5 836,5	-539,5	-736,9	-1 058,5	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1015,0	1388,2	321,3	200,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	4 277,6	27,0	612,6	634,2	1 299,2	-204,3	292,9
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	4 505,3	667,9	1 902,1	516,2	1 334,2	502,3	869,7
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	-692,9	0,0	0,0	-272,7	-270,1
Pozostałe	-227,8	-640,9	-596,7	118,0	-35,0	-433,9	-306,7
Zmiana stanu środków pieniężnych	1 224,5	-853,1	-155,6	32,4	238,6	120,1	217,7
Środki pieniężne na koniec okresu	2 351,3	1 498,2	1 344,2	1 376,6	1 615,2	1 735,3	1 953,0
DPS (PLN)	0,00	0,00	1,62	0,00	0,00	0,64	0,63
FCF	-4 238,3	-2 559,0	-2 071,7	-531,8	-1 060,7	324,4	-75,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,6%	5,8%	5,0%	5,4%	4,8%	3,7%	2,7%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	6,9	5,7	-	10,3	9,9	10,0	5,2
P/CE	3,3	2,8	-953,6	3,5	3,4	3,2	2,5
P/BV	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
P/S	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
FCF/EV	-17,3%	-10,2%	-7,2%	-1,8%	-3,5%	1,1%	-0,2%
EV/EBITDA	5,2	5,0	32,6	7,7	7,3	6,4	5,0
EV/EBIT	9,5	9,7	-18,0	24,9	20,6	16,5	9,5
EV/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
DYield	0,0%	0,0%	5,1%	0,0%	0,0%	2,0%	2,0%
Cena (PLN)	31,97						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7	427,7
MC (mln PLN)	13 674	13 674	13 674	13 674	13 674	13 674	13 674
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	2 732	2 638	2 719	2 699	2 686	2 666	2 656
EV (mln PLN)	24 543	25 136	28 941	28 925	30 007	30 370	31 012



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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:

KUPIJ - 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PKN Orlen

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-02-27	2009-06-02	2009-09-16
kurs z dnia rekomendacji	21,45	30,50	27,15
WIG w dniu rekomendacji	21923,27	30781,55	35989,98