



Paliwa

Polska

Kamil Kliszczyk

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszczyk@dibre.com.pl

PGNiG, Lotos, Orlen

Oslabienie złotego-implikacje dla sektora

LOTOS: Obecna cena: 27,05 PLN; Cena docelowa: 27,40 PLN (rekomendacja Trzymaj)

PGNiG: Obecna cena: 3,97 PLN; Cena docelowa: 4,29 PLN (rekomendacja Trzymaj)

PKN ORLEN: Obecna cena: 35,85 PLN; Cena docelowa: 41,6 PLN (rekomendacja Akumuluj)

Obserwowane obecnie wyraźne osłabienie złotego względem EUR (4,30) i USD (3,11) w przypadku utrzymania się tych poziomów będzie bezpośrednio wpływać na wyniki polskich spółek paliwowych w najbliższych kwartałach. Poniżej przedstawiamy główne obszary wrażliwości w tych koncernach wraz z szacunkami tego negatywnego efektu. Zwracamy uwagę, że Orlen i Lotos zanotują co prawda wysokie koszty finansowe (przeszacowanie kredytów walutowych oraz zobowiązań za ropę), ale jako eksporterzy netto (marże kwotowane w USD) wzrost kursu dolara w średnim terminie odczują pozytywnie na przepływach pieniężnych i wyniku operacyjnym. Z punktu widzenia PGNiG utrzymanie się tych tendencji na rynku walutowym przy założeniu restrykcyjnej polityki URE i braku mocniejszej korekty notowań ropy naftowej będzie oznaczało realne straty gotówkowe poprzez zwiększoną ujemną marżę w segmencie obrotu. W tym kontekście choć wzrost kursu walut obcych wygeneruje straty finansowe we wszystkich trzech koncernach, to fundamentalnie (ujęcie gotówkowe) w gorszej sytuacji jest spółka gazowa. Rynek może być także zaniepokojony mocnym wzrostem długu netto w Lotosie ze względu na relatywnie słabszy bilans tej spółki w porównaniu z Orlenem.

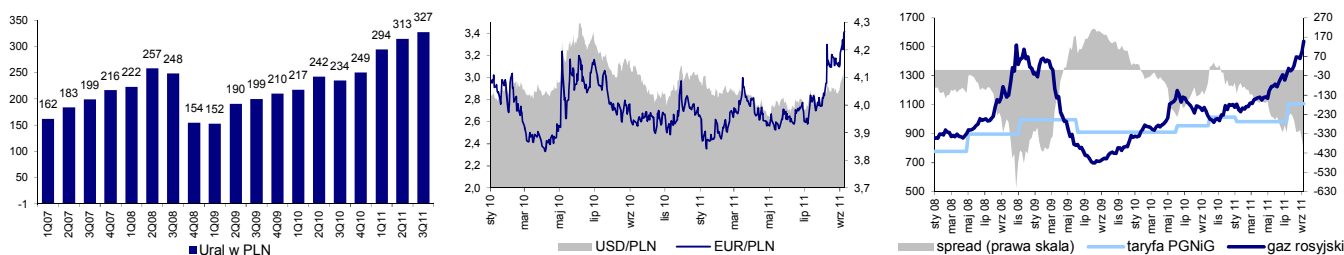
PGNiG

PGNiG jako importer gazu jest przy obecnych tendencjach narażone na wzrost kosztów zakupu surowca w ramach kontraktu jamalskiego, który najprawdopodobniej nie zostanie zrekomensowany w taryfie (obowiązuje ona do końca roku). Według naszych szacunków przy założeniu utrzymania się kursu USD/PLN na poziomie 3,11 w 4Q'2011 dodatkowe koszty w relacji do zakładanych przez nas w modelu (kurs 2,9 USD/PLN) mogłyby sięgnąć 430 mln PLN. Oczywiście należy brać pod uwagę fakt, że zgodnie ze swoją strategią Spółka zabezpiecza 40-60% ekspozycji na najbliższy kwartał, posiada pozytywną ekspozycję na USD poprzez sprzedaż ropy, a poza tym w 4Q powinna zaksięgować dolarowe dyskonto w kontrakcie jamalskim (40 mln USD), co częściowo zneutralizuje ten efekt osłabienia złotego. Ostatecznie naszym zdaniem w takim scenariuszu wynik operacyjny w ostatnim kwartale roku może być niższy od naszych dotychczasowych prognoz o około 190-200 mln PLN. Warto też zwrócić uwagę, że w środowisku osłabiającego się złotego PGNiG może mieć problemy z przenoszeniem rosnących kosztów gazu na taryfę również w kolejnych okresach. W 2012 roku wsparciem w tym kontekście powinna być uruchamiana produkcja na szelfie norweskim oraz możliwe przeszacowania długu w PGNiG Norway (mocna korona norweska).

LOTOS i PKN ORLEN

PKN Orlen i Lotos ze względu na swoją ekspozycję na dolarowe marże i dyferencjał Ural/Brent są de facto eksporterami netto i operacyjnie na osłabieniu złotego korzystają w średnim terminie. Oczywiście pozytywny aspekt wzrostu kursu USD/PLN ma szansę pojawić się na poziomie EBIT jeśli utrzyma się przez dłuższy okres, a więc ostatnie dynamiczne zmiany nie znajdują już raczej odzwierciedlenia w wynikach operacyjnych 3Q (średni kurs 2,89). Z drugiej strony obydwa koncerny ze względu na kredyty denominowane w EUR i USD są także eksponowane na krótkoterminowe przeszacowania księgowe pozycji bilansowych, które pojawią się w takim otoczeniu już w tym kwartale. W przypadku Orleń szacujemy, że ujemne różnice kursowe w 3Q związane z przeszacowaniem kredytów w EUR sięgną -345 mln PLN i zostaną dodatkowo wzmocnione stratami na przeliczeniu zobowiązań handlowych w kwocie -330 mln PLN. Przypominamy, że różnice kursowe na długu denominowanym w USD (szacujemy na -487 mln PLN) są rozliczane poprzez kapitał i będą zauważone tylko na poziomie bilansowym (z powodu osłabienia złotego dług netto ceteris paribus zwiększy się q/q o 830 mln PLN do poziomu 8,7 mld PLN). W przypadku Lotosu również część różnic kursowych na dolarowym kredycie inwestycyjnym jest rozliczana przez kapitały (w 3Q około -438 mln PLN), ale pozostała część pojawi się w postaci kosztów finansowych na rachunku wyników (-289 mln PLN) i dodatkowo będzie wzmocniona ujemnymi przeliczeniami na kapitale obrotowym (-84 mln PLN) i stratami na hedgingu EUR/USD (-32 mln PLN). Dług netto Lotosu zwiększy się w takim otoczeniu o 727 mln PLN do poziomu prawie 7 mld PLN. W obydwu spółkach rafineryjnych możliwy jest w 3Q dodatni efekt LIFO w związku z wyższą średnią ceną ropy w przeliczeniu na PLN.

Cena ropy Ural w PLN, kurs USD/PLN i EUR/PLN oraz spread na gazie z importu vs. taryfa PGNiG



Źródło: Bloomberg, kalkulacja DI BRE

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

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
kamil.klischcz@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 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

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

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.

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, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, 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, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, 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.