12 kwietnia 2012

Komentarz specjalny

BRE DOM INWESTYCYJNY

Paliwa

Polska

PKN Orlen

PKN PW; PKNA.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

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

Prognozy wyników za 1Q'2012

Obecna cena: 36,36 PLN, Cena docelowa: 39,0 PLN

PKN Orlen zgodnie z harmonogramem 19 kwietnia (czwartek) opublikuje szacunkowe dane operacyjne i finansowe, a finalny raport kwartalny za 1Q'2012 przedstawi 25 kwietnia. W związku z tym w niniejszym komentarzu przedstawiamy nasze prognozy finansowe dla tego okresu. Na poziomie raportowanego zysku operacyjnego oczekujemy 866 mln PLN, ale istotną część tego wyniku będą naszym zdaniem budować efekt LIFO (471 mln PLN) oraz zysk rozpoznany na odkupionej w styczniu transzy zapasów obowiązkowych (200 mln PLN z tzw. odłożonego efektu LIFO). EBIT segmentu rafineryjnego po oczyszczeniu o wspomniane efekty wzrostu cen ropy powinien sięgnąć 81 mln PLN wobec 111 mln PLN straty przed rokiem (wyniki skorygowane o 296 mln PLN zysku na sprzedaży zapasów ropy ciężkiej zastąpionej mieszanką lekką w celu optymalizacji kosztów remontowych). Zakładana poprawa r/r to efekt poprawy cracków na benzynie oraz wyższego kursu USD/PLN (3,23 vs. 2,87), a także wzrostu przerobu z uwagi na mniej dotkliwe przestoje remontowe. Słabiej r/r może wyglądać natomiast wynik segmentu detalicznego (10 mln PLN vs 26 mln PLN w 1Q'2011), gdzie problemem będą słabe marże na stacjach, a także niekorzystna pogoda w lutym, która mogła obniżyć sprzedaż pozapaliwową. W 1Q'2012 spodziewamy się bardzo dobrego rezultatu w Anwilu (segment chemia), który dzięki korzystnym marżom nawozowym powinien zrekompensować słabsze marże na PCW i wypracować EBIT zbliżony do tego z 1Q'2011 (117 mln PLN vs. 130 mln PLN). W petrochemii oczekujemy pogorszenia zyskowności (136 mln PLN vs. 255 mln PLN rok wcześniej) w związku z wyraźnie słabszymi benchmarkowymi marżami na olefinach i poliolefinach, które tylko w części zrekompensuje zysk na sprzedaży PTA (linia produkcyjna uruchomiona pod koniec 2Q). Koszty ogólne zakładamy na poziomie 150 mln PLN.

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy dodatniego salda w kwocie 397 mln PLN, które będzie pochodną przeszacowania kredytów denominowanych w EUR (195 mln PLN) oraz dolarowych zobowiązań handlowych (267 mln PLN). Spodziewamy się też niższych kosztów odsetkowych netto w ujęciu q/q z uwagi na gotówkę ze sprzedaży Polkomtela. Ostatecznie przy neutralnym wpływie zysków mniejszości zakładamy przekroczenie przez Orlen w 1Q'2012 poziomu 1 mld PLN na zysku netto.

Na koniec 1Q'2012 Spółka powinna raportować obniżenie długu netto z uwagi na przeszacowanie kredytów walutowych (łącznie o 819 mln PLN, z czego 624 mln PLN będzie rozliczone przez kapitał). Zwracamy uwagę, że płatności podatkowe z tytułu transakcji na zapasach obowiązkowych oraz pakiecie Polkomtela przesunęły się na 2Q, a dodatkowo udało się do końca marca sfinalizować sprzedaż kolejnej transzy zapasów, co zrównoważyło odpływ gotówki z początku stycznia. Przy braku jakichś istotnych wydatków inwestycyjnych saldo przepływów pieniężnych powinno w tym kontekście prezentować się solidnie, mimo wzrostu kapitału obrotowego związanego z wyższymi cenami ropy.

Wyniki finansowe PKN Orlen w ujęciu kwartalnym i prognozy DI BRE na 1Q'2012

(mln PLN)	1Q 10	2Q 10	3Q 10	4Q 10	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11*	1Q 12P
Przychody	**17 442**	**21 068**	**22 106**	**22 931**	**22 674**	**25 641**	**28 682**	**29 976**	**29 688**
EBIT	**464**	**1 123**	**789**	**747**	**1 339**	**1 009**	**778**	**-1 061**	**866**
rafineria	426	983	462	610	1 028	510	335	229	753
efekt LIFO rafineria	*375*	*453*	*60*	*469*	*843*	*207*	*550*	*641*	*471*
detal	75	216	309	224	26	192	181	26	10
petrochemia	85	84	132	175	255	386	282	-542	136
efekt LIFO petrochemia	*40*	*-12*	*-7*	*30*	*46*	*32*	*12*	*20*	*0*
chemia	20	38	10	-58	130	135	85	-718	117
koszty nieprzypisane	-142	-198	-124	-204	-100	-214	-105	-56	-150
EBIT LIFO oczyszczony	**49**	**682**	**736**	**248**	**154**	**559**	**216**	**-133**	**195**
Amortyzacja	601	612	614	596	554	577	614	632	632
EBITDA	**1 065**	**1 735**	**1 403**	**1 343**	**1 893**	**1 586**	**1 392**	**-429**	**1 498**
Działalność finansowa	327	-1 005	675	-49	36	109	-1 066	1 645	397
Zysk brutto	791	118	1 463	698	1 375	1 119	-288	584	1 263
Zysk netto	**593**	**-5**	**1 242**	**541**	**1 105**	**899**	**-258**	**618**	**1 023**

**wyniki za 4Q'2011 skorygowane o zmiany dokonane w raporcie rocznym*
Źródło: PKN Orlen, szacunki 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.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski, CFA 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

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.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 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

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

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@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, BOŚ, Erbud, Es-System, KRUK, 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, BOŚ, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Echo Investment, 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, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, 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.