



Paliwa

Polska

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

PKN Orlen

PKN PW; PKNA.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Wyniki finansowe za 1Q'2012

Obecna cena: 36,50 PLN; Cena docelowa: 39,00 PLN

PKN Orlen opublikował pełny raport za 1Q'2012. Podstawowe kategorie rachunku wyników nie odbiegają istotnie od poziomów, które można było szacować na podstawie przedstawionych w ubiegłym tygodniu wstępnych danych operacyjnych. Wynik operacyjny sięgnął 939 mln PLN (można było oczekiwać 900 mln PLN), a zysk netto 1,26 mld PLN (szacunki wstępne wskazywały na 1,2 mld PLN). Tak jak sygnalizowaliśmy w naszym ubiegłotygodniowym komentarzu jakość wyników za 1Q okazała się słaba. Efekt przeszacowania zapasów sięgnął 738 mln PLN (szacunki wskazywały na 0,7 mld PLN), a po uwzględnieniu jeszcze 240 mln PLN zysku na odkupie transzy obowiązkowej koncern zanotował stratę operacyjną 39 mln PLN. Szczególnie zaskakuje słaby wynik segmentu rafineryjnego, gdzie mimo braku przestoju kluczowych instalacji w Płocku, wyższej marży benchmarkowej i wyższego kursu USD/PLN EBIT segmentu oczyszczony o wspomniane efekty zapasów wyniósł -192 mln PLN, czyli był gorszy r/r (w 1Q po oczyszczeniu o ruchy na zapasach było to -111 mln PLN). Tak słaby wynik w kontekście ponad miesięcznego remontu w Możejkach w 2Q i podwyżki cen gazu nie jest szczególnie budujący, nawet w kontekście znacznej poprawy makro rafineryjnego obserwowanego w kwietniu, tym bardziej, że to sektorowe eldorado prawdopodobnie powoli się kończy (słabną wyraźnie cracki benzynowe, a rafinerie w Europie i USA kończą przestoje remontowe). Lepiej od oczekiwań wypadł natomiast segment petrochemiczny, gdzie po wyłączeniu Anwilu zysk operacyjny sięgnął 216 mln PLN (w tym 54 mln PLN efektu LIFO) vs. zakładane 136 mln PLN. W 2Q ten segment powinien poprawić wyniki (wyższa średnia marża na olefinach), ale warto zwrócić uwagę na pogorszenie rezultatów w Anwilu (gaz, sezonowość). Nie lepiej wyglądał detal, gdzie spadek marży paliwowej udało się zrekompensować segmentem FMCG. Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło 593 mln PLN, głównie dzięki zyskom na przeszacowaniu długu i zobowiązań walutowych. Ostatecznie zysk netto był więc trochę lepszy niż można było oczekiwać po komunikacie z zeszłego tygodnia (1,2 mld PLN).

Negatywnym zaskoczeniem w raporcie za 1Q jest bardzo słaby poziom przepływów operacyjnych (tylko 148 mln PLN), mimo odsuniętych na 2Q płatności podatkowych na kwotę 800 mln PLN. Główną przyczyną tej sytuacji jest duży odpływ gotówki z kapitału obrotowego (-1,6 mld PLN) związany ze znacznym wzrostem zapasów (oprócz efektu LIFO prawdopodobnie spowodowany przygotowaniem do remontu w Możejkach) oraz mniejszym wykorzystaniem kredytów kupieckich i spadkiem cyklu obrotu zobowiązań. W tym kontekście mimo przeszacowania kredytów walutowych o 934 mln PLN, dług netto na koniec kwartału po uwzględnieniu nakładów inwestycyjnych na poziomie 550 mln PLN spadł q/q tylko o 418 mln PLN do poziomu 7,2 mld PLN. To właśnie ta kwestia może okazać się najważniejszą z opublikowanego dzisiaj raportu. Dodatkowym obciążeniem dla kursu może być także sygnalizowane pogorszenie makro w rafinerii sygnalizujące koniec rekordowych marż kwietniowych.

Wyniki finansowe PKN Orlen w ujęciu kwartalnym

(mln PLN)	1Q 10	2Q 10	3Q 10	4Q 10	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11*	1Q 12	1Q 12P	różnica
Przychody	17 442	21 068	22 106	22 931	22 674	25 641	28 682	29 976	29 247	29 688	-1%
EBIT	464	1 123	789	747	1 339	1 009	778	-1 061	939	866	8%
rafineria	426	983	462	610	1 028	510	335	229	732	753	-3%
efekt LIFO rafineria	375	453	60	469	843	207	550	641	684	471	45%
detal	75	216	309	224	26	192	181	26	26	10	158%
petrochemia	85	84	132	175	255	386	282	-542	216	136	59%
efekt LIFO petrochemia	40	-12	-7	30	46	32	12	20	54	0	-
chemia	20	38	10	-58	130	135	85	-718	130	117	11%
nieprzypisane	-142	-198	-124	-204	-100	-214	-105	-56	-165	-150	10%
EBIT LIFO oczyszczony	49	682	736	248	154	559	216	-133	-39	195	-
Amortyzacja	601	612	614	596	554	577	614	632	579	632	-8%
EBITDA	1 065	1 735	1 403	1 343	1 893	1 586	1 392	-429	1 518	1 498	1%
Działalność finansowa	327	-1005	675	-49	36	109	-1066	1645	593	397	49%
Zysk brutto	791	118	1 463	698	1 375	1 119	-288	584	1 532	1 263	21%
Zysk netto	593	-5	1 242	541	1 105	899	-258	618	1 261	1 023	23%

*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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@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

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

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

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 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, Macrolog, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Poland, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrolog, Magellan, Marka, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, Rubikon Partners NFI, Solar, 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, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin 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, 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.