

13 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Sektor paliwowy**

Polska

PKN Orlen

PKN.WA; PKN.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

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

Bez pozytywnych zaskoczeń na EBIT**Obecna cena 31,5 PLN, Cena docelowa 38,2 PLN**

Skonsolidowane wyniki Orlenu na poziomie EBITDA są zgodne z naszymi oczekiwaniami, które były zbliżone do rynkowego konsensusu. Nie odbiegają one od przedstawionych przez Spółkę kilka tygodni temu szacunkowych danych operacyjnych (efekt LIFO na poziomie 307 mln PLN, bardzo wysoki EBIT detalu, petrochemia na plusie i wynik rafinerii pod presją słabego makro), choć po dobrych wynikach Lotosu można było oczekiwać nieco lepszych rezultatów. Odchylenie in plus pojawia się natomiast na poziomie zysku netto (+20%), co ma związek z wyższymi niż oczekiwaliśmy przychodami z różnic kursowych oraz niższymi kosztami odsetkowymi. Ten kwartał, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu, okazał się niezbyt udany pod względem przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (-827 mln PLN), na które negatywny wpływ miały realizowane płatności z tytułu kar sądowych (-0,5 mld PLN) oraz zobowiązań handlowych (m.in. kwota związana z zakupem zapasów obowiązkowych w 2Q na 0,5 mld PLN). Nie bez znaczenia był także przejściowy wzrost zapasów związany z przestojami remontowymi w rafinerii. Mimo spadku nakładów inwestycyjnych, słaby cash flow operacyjny przełożył się na wzrost zadłużenia Grupy o 431 mln PLN. Kolejny kwartał powinien jednak pod tym względem przynieść znaczącą poprawę i według naszych szacunków Spółce uda się przy obecnym makro zejść z długiem netto poniżej 3,5 x EBITDA.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy Orlen

(mln PLN)	IIIQ 2009	IIIQ 2008	zmiana	IIIQ 2009P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	I-IIIQ 2009	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: PKN Orlen, szacunki DI BRE

Bardzo mocny detal, petrochemia na plusie

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, metoda 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.

Cash flow z działalności operacyjnej pod presją przejściowego wzrostu kapitału obrotowego

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 kwartalne Grupy Orlen wg. segmentów

	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07	I kw. 08	II kw. 08	III kw. 08	IV kw. 08	I kw. 09	II kw. 09	III kw. 09
Przychody	13 408	16 218	17 265	16 902	17 938	22 090	23 058	16 449	14 702	16 770	18 649
EBIT	385	1 311	848	120	565	1 646	512	-1 965	-320	661	423
rafineria	65	921	462	241	330	1 407	184	-1 778	-116	770	137
LIFO	-229	596	267	564	355	845	-316	-2 713	-246	928	307
detal	68	113	175	67	70	109	247	165	87	223	363
petrochemia	370	349	294	55	278	35	104	-97	-162	-180	65
chemia	83	69	56	38	0	73	87	33	90	8	-
pozostałe	-69	6	-9	-45	0	74	29	33	0	0	-
nieprzypisane	-132	-146	-130	-236	-113	-52	-139	-321	-219	-160	-142
EBIT LIFO	614	715	581	-444	210	801	828	748	-74	-267	116
Amortyzacja	619	582	603	613	587	607	608	690	651	656	627
EBITDA	1 005	1 893	1 451	733	1 152	2 253	1 120	-1 275	331	1 317	1 050
Działalność finansowa	-160	186	-223	507	225	402	-388	-1621	-951	674	685
Zysk brutto	215	1 478	611	627	790	2 048	124	-3 586	-1 271	1 335	1 108
Zysk netto	49	1 110	593	601	626	1 668	21	-3 047	-1 095	1 171	931

Źródło: PKN, 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, 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:

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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Ergoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. 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.