



RAPORT ANALITYCZNY

PKN Orlen

Sektor petrochemiczny

ISSN 1508-308X

Warszawa, 30.04.03

Rafineria Gdańska - never ending story?

Ciągle zmiany w MSP, silny opór "lobby gdańskiego" oraz zakulisowe rozgrywki to główne przyczyny patu decyzyjnego w sprawie RG.

Jeszcze raz podjęliśmy próbę oszacowania atrakcyjności Rafinerii Gdańskiej (RG). Oceniając potencjalną inwestycję Konsorcjum PKN-Rotch w RG przez pryzmat zakupu 45% akcji Bayernoil przez OMV sądzimy, iż cena zaproponowana przez PKN odzwierciedla "fair value" RG.

Podpisanie umowy w sprawie utworzenia JV z IVG w dziedzinie logistyki paliw to naszym zdaniem ruch we właściwym kierunku zwiększający prawdopodobieństwo wejścia PKNu do Naftobaz jako udziałowca mniejszościowy i umożliwiającą pozyskanie od IVG pomiędzy 250, a 460 mln zł z tytułu sprzedaży infrastruktury magazynowo-przesyłowej.

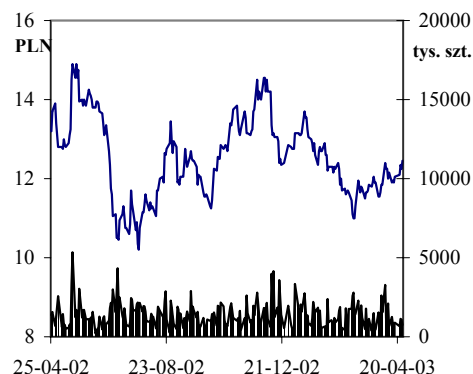
Zakup sieci stacji paliwowych w Niemczech na tle podobnej transakcji dokonanej przez OMV odbieramy pozytywnie szczególnie ze względu na wynegocjowanie niskiej ceny oraz możliwość zwiększenia przerobu ropy w Płocku.

Ze względu na prawdopodobny spadek wolumenów sprzedaży w haurcie w I kwartale 2003 obniżyliśmy nasze oczekiwania dotyczące przerobu ropy przez PKN w tym roku z +2% do -2%.

Jednocześnie negatywnie na wyniki w tym roku wpływać będzie zamknięcie instalacji hydrocrackingu w celu dokonania remontu, co obniży wynik spółki o około 30-40 mln zł na poziomie EBIT. Przeniesienie produkcji poliolefin do JV z Basellem również spowoduje spadek wyniku operacyjnego PKNu o około 25-30 mln zł. Z drugiej strony naszym zdaniem wyższe marże rafineryjne oraz oczekiwany wyższy spread pomiędzy Brentem a Uralem wpłyną pozytywnie na wyniki spółki. W efekcie wzięcia pod uwagę tych przeciwstawnych tendencji sądzimy, iż w 2003 roku spółka wypracuje 531 mln zł zysku netto przy przychodach na poziomie 26,3 mld zł.

Ze względu na ekspansywne plany PKNu (m.in. wydatki na sieć detaliczną) oraz nieprzewidywalność zmian legislacyjnych (patrz ustawa o biopaliwach) zdecydowaliśmy się na podniesienie wysokości nakładów inwestycyjnych w końcowych latach prognozy, co wpłynęło na obniżenie "free cash flow" i wyceny DCF do 22,1 dla biznesu podstawowego oraz do 25,7 z uwzględnieniem pakietu Polkomtela.

Po uwzględnieniu w waluacji wyceny porównawczej obniżyliśmy cenę docelową do 23,1 zł z wcześniejszych 26,3 zł i podtrzymaliśmy rekomendację akumuluj.



Rekomendacja **AKUMULUJ**

Cena 17,6
Cena docelowa 23,1

Podstawowe dane

Ilość akcji (tys. szt.) 420 177
Free float 302 467
Kapitalizacja (tys. zł) 7 374 103

Struktura akcjonariatu

Nafta Polska 17,63%
Skarb Państwa 10,38%
BoNY 12,10%
CU OFE 4,47%
Kulczyk 4,25%
Pozostali 51,17%

Analitycy

Rodryg Łobodda

tel (22) 697 47 37
fax (22) 697 47 43

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

www.brebrokers.com.pl

	Sprzedaż [mln zł]	EBIT [mln zł]	Zysk netto [mln zł]	Cash earn. [mln zł]	Cena [zł]	EPS [zł]	P/E	BVPS [zł]	P/BV	CEPS [zł]	P/CE	EV/EBDIT
2000	26 860	1 427	805	1 580	17,6	1,9	9,2	16,9	1,0	3,8	4,7	4,4
2001	25 872	659	479	1 205	17,6	0,9	20,2	17,9	1,0	3,1	5,6	6,0
2002	26 328	759	531	1 636	17,6	1,1	15,4	18,9	0,9	3,7	4,8	5,2
2003P	26 759	756	645	1 704	17,6	1,3	13,9	20,0	0,9	4,1	4,3	5,0
2004P	27 382	921	899	1 949	17,6	1,5	11,4	21,4	0,8	4,6	3,8	4,3

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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



Prywatyzacja RG – Never ending story?

Prywatyzacja RG zdaje się nie mieć końca. Silny opór stawiany PKNowi przez tzw. Lobby Gdańskie, co jakiś czas pojawiające się naciski rosyjskich koncernów paliwowych oraz ciągle zmiany na stanowisku Ministra Skarbu Państwa to czynniki oddalające rozstrzygnięcie przetargu w bliżej nieokreślonej przyszłości. Dla PKN ten stan rzeczy nie powoduje istotnych komplikacji poza chwilową rezygnacją z zaopatrywania sieci stacji w Niemczech z RG.

Obecnie PKN jest nadal w konsorcjum z Rotch Energy, jednakże nie jest wcale pewne czy właśnie w konsorcjum z Rotchem kupi RG. Być może przetarg zostanie unieważniony, a wyłączność negocjacyjna przyznana zostanie decyzją administracyjną PKNowi. Oficjalnie PKN nie optuje za takim rozwiązaniem mówiąc, iż znacząco wydłużyłoby to rozstrzygnięcie przetargu i okazując swoją lojalność wobec Rotcha. Sądzymy jednakże, iż zdaje sobie sprawę, iż tak naprawdę Rotch nie wnosi nic do całej prywatyzacji, a jego uczestnictwo spowoduje jedynie konieczność poniesienia dodatkowych kosztów przez PKN w momencie wyjścia Rotcha z inwestycji w RG.

Sądzymy, iż nawet jeżeli obecny przetarg prywatyzacyjny zostałby unieważniony PKN posiada bardzo silną kartę przetargową w postaci kontrolnego pakietu w Naftoporcie (48,7%) w związku z czym nie ma niebezpieczeństwa wejścia koncernów rosyjskich do RG. Naszym zdaniem w przypadku unieważnienia dotychczasowego przetargu istnieje tylko jeden wariant dalszej prywatyzacji RG: połączenie, bądź sprzedaż PKNowi. Wariant samodzielnego rozwoju RG po połączeniu z Petrobalticem i rafineriami południowymi ze względu na ogromne potrzeby kapitałowe tych podmiotów nadal oceniamy jako mało realny.

Obecna oferta Konsorcjum PKN-Rotch prawdopodobnie wygląda następująco:

- 220 mln USD za 75% pakiet RG + podwyższenie kapitału RG o kwotę 50 mln USD (po podwyższeniu udział Konsorcjum w kapitale RG wzrośnie do około 90%)
- 300-330 mln USD na inwestycje (głównie ukierunkowane na rozwój potencjału produkcyjnego RG oraz instalację do zgazowania ciężkich pozostałości parafinacyjnych)

Rotch zrzeka się na rzecz PKNu zarządu operacyjnego w RG, który dodatkowo w pełni korzysta z możliwych do uzyskania efektów synergii (szacowanych przez nas na 66-70 mln USD rocznie w dwa lata po fuzji) oraz możliwości „korzystania” z wypracowanych przez RG zysków. Rotch ma zagwarantowaną minimalną stopę zwrotu (na poziomie rentowności papierów dłużnych, jeżeli będzie chciał wyjść z inwestycji w terminie krótszym niż 1,5-2 lata). Jeżeli wyjście Rotcha nastąpi po tym terminie to PKN będzie prawdopodobnie musiał zapłacić mu kwotę przez niego zainwestowaną powiększoną o koszty finansowe + tzw. „success fee”. Rotch z całą pewnością będzie chciał wyjść z inwestycji jak najszybciej (jednakże prawdopodobnie nie szybciej niż po 1,5-2 latach) co jest nawet bardzo korzystne dla PKNu (który po cichu liczy na to, że jest jeszcze możliwość aby on samodzielnie kupił RG).

Należy pamiętać, że Rotch finansuje się z zewnętrznych źródeł, w związku z tym ponosi pewne koszty (szacuję, że minimum 6% p.a.) przy inwestycji 180 mln USD po 2 latach koszty wyniosą około 22 mln USD na tej kwocie - to z pewnością będzie musiał zrekompensować mu PKN + koszty nakładów inwestycyjnych, ale te będą rozłożone w czasie. Sądzymy, iż całkowita premia jaką PKN będzie musiał zapłacić Rotchowi nie przekroczy 50-60 mln USD. PKN mówi, że im szybciej Rotch będzie chciał wyjść z inwestycji w RG tym dla PKNu korzystniej.

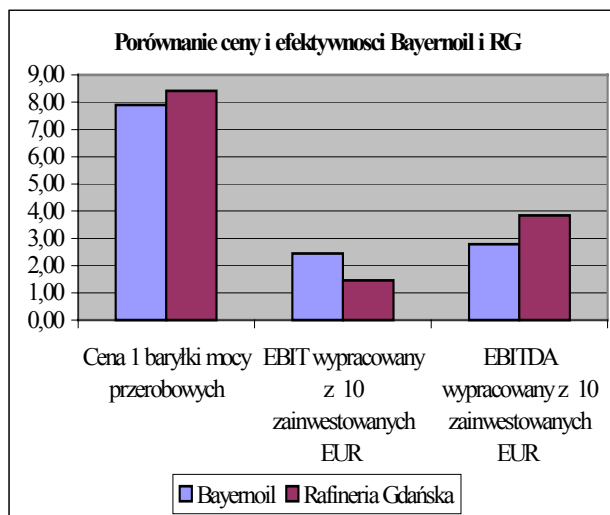
Wyjście Rotcha z RG może się odbyć na kilka sposobów:

- wyłożenie pieniędzy (około 400 mln USD + premia dla Rotcha), ale to rozwiązanie wiązałoby się z koniecznością zwiększenia zadłużenia lub sprzedaży Polkomtela (ten ruch nie odbędzie się bez uzgodnienia go z pozostałymi polskimi udziałowcami Polkomtela, a to bez uzgodnienia go ze Skarbem Państwa jest mało prawdopodobne)
- podwyższenie kapitału PKN (emisja połączeniowa) i wydanie ich w zamian za akcje RG będące w posiadaniu Rotcha,

*Spojrzenie na RG przez pryzmat Rafinerii Bayernoil*

Częścią transakcji OMV z BP-Aral był również zakup 45% akcji w Rafinerii Bayernoil za 142 mln EUR. Bazując na tej transakcji staraliśmy się porównać Rafinerie Gdańską i Bayernoil.

	Bayernoil	Rafineria Gdańska
Moce przerobowe (mln ton)	5,4	4,5
Cena za 45% (mln EUR)	142	
Cena za 75% (mln USD)		225
Cena za całość (mln EUR)*	316	280
Cena 1 baryłki mocy przerobowych	7,9	8,4
Premia/dyskonto	-6,2%	6,6%
średni EBIT 2000-2002 (EUR)	77	41
EBIT wypracowany z zainwestowanego 1 EUR	0,24	0,15
średnia EBITDA 2000-2002 (EUR)	88	108
EBITDA wypracowana z zainwestowanego 1 EUR	0,28	0,39



*przy kursie EUR/USD=1,07

Źródło: Obliczenia własne na podstawie prezentacji spółek

Sadzimy, iż bazując na transakcji zakupu Bayernoil przez OMV cena zaproponowana przez konsorcjum Rotch-PKN jest rozsądna szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę możliwe do osiągnięcia w wyniku fuzji efekty synergii (opisane szczegółowo w naszej analizie z listopada 2002 roku).

Z Michalczewskim na podbój Niemiec

10 grudnia 2002 roku PKN podpisał umowę zakupu 494 stacji w północnych Niemczech od Koncernu BP-Aral. Wartość transakcji została ustalona na 140 mln EUR plus ewentualne zmiany w kapitale obrotowym spółki w momencie sfinalizowania transakcji. Cena wynegocjowana przez PKN była dla nas miłym zaskoczeniem (w naszej analizie z listopada 2002) szacowaliśmy ją na 215 mln EUR.

Pomimo sceptycyzmu rynku dotyczącego zasadności inwestycji na konkurencyjnym rynku niemieckim i obaw o racjonalność całego projektu pozostajemy umiarkowanymi optymistami. Dostrzegając jednakże ryzyka związane z tą inwestycją, a wynikające m. in. z nieznaności rynku, możliwych problemów z logistyką, obaw o przyjęcie marki Orlen na niemieckim rynku oraz wysokich kosztów rebrandingu zakupionych stacji szacowanych przez nas na 50-60 mln EUR.

PKN przejmuje zakupione stacje sukcesywnie. Na razie działa w sieci Eggert, która ma prawdopodobnie działać na zasadzie sieci dyskontowej sprzedającej tanie paliwa. Przejęcie najlepszych stacji działających pod logo Aral zostanie sfinalizowane do końca roku (ponad 100 obiektów), stacje te mają świadczyć usługi na najwyższym poziomie i nie konkurować ceną, a jakością. Spółka zapewnia, iż wysokie koszty rebrandingu zostaną w pełni pokryte z zysków wypracowywanych przez sieć (średnia EBITDA w latach 1999-2001 wyniosła 25,3 mln EUR).

Podstawowym argumentem przemawiającym za inwestycją w Niemczech poza niską ceną zapłaconą za sieć, jest możliwość zwiększenia przerobu ropy w Płocku nawet o około 1,1 mln ton rocznie (taki jest średni przelew w zakupionej sieci) w przypadku, gdyby całość zaopatrzenia sieci była realizowana w postaci swapów PKNu z zachodnimi koncernami paliwowymi.

W bazowym wariantcie PKN założył jednakże, iż sieć w Niemczech ma być zaopatrywana w paliwa z 3 źródeł: poprzez swapy PKNu z zachodnimi koncernami, bezpośrednio z Rafinerii Gdańskiej (jeśli PKN kupi RG będzie to nawet 500-600 tys ton) lub bezpośrednio z bazy PKNu w Ostrowie Wielkopolskim. Sądzymy, iż wariant zaopatrywania stacji z bazy w Ostrowie Wielkopolskim jest mało realny ze względu na wysokie koszty przesyłu (cysternami kolejowymi). Najbardziej realny i najkorzystniejszy w obecnej chwili dla PKNu jest wariant zaopatrywania stacji poprzez swapy z zachodnimi koncernami. PKN twierdzi, iż swapy miałyby się odbywać nie na



zasadzie wolumenowej, ale wartościowej co pozwalałoby spółce z Płocka na otrzymywanie marży rafineryjnej i hurtowej. W przypadku swapów wolumenowych PKN zyskiwałby tylko marżę rafineryjną. Gdyby PKNowi nie udało się zawrzeć swapów na całość sprzedaży realizowaną przez sieć niemiecką, a RG nadal nie byłaby sprywatyzowana PKN zawierałby swapy z RG, która wysyłałaby paliwa do stacji PKNu zlokalizowanych w Niemczech. Do czasu rozstrzygnięcia przetargu na RG i wygranej PKNu ten sposób zaopatrywania stacji w Niemczech byłby jednak minimalizowany, ponieważ jego realizacja powodowałaby umocnienie pozycji konkurencyjnej RG na rynku polskim.

Bazę porównawczą dla transakcji PKNu może stanowić transakcja zawarta w lutym tego roku pomiędzy BP-Aral, a OMV.

Porównanie transakcji zakupu stacji w Niemczech przez PKN w stosunku do analogicznej transakcji zawartej przez OMV wskazuje, iż warunki wynegocjowane przez PKN są znacznie korzystniejsze od tych osiągniętych przez OMV.

PKN kupił od BP-Aral 494 stacji w północnych Niemczech, natomiast OMV kupił również od BP-Aral 45% akcji Rafinerii Bayernoil, 313 stacje benzynowe (247 w Niemczech, 11 na Słowacji i 55 na Węgrzech) oraz 18% rurociągu Transalpejskiego. Wartość umowy wynegocjowana przez PKN to 140 mln EUR, a w przypadku OMV kwotę transakcji ustalono na 377 mln EURO.

Dla celów porównawczych z całkowitej wartości transakcji pomiędzy BP-Aral, a OMV wydzieliliśmy stacje benzynowe wg wartości podanej przez strony transakcji, czyli 220 mln EUR.

Stacje kupione przez OMV od BP-Aral:	Niemcy	Węgry	Słowacja	Łącznie
Liczba stacji	247	55	11	313
Średnioroczny przelew sieci (mln litrów)	747	180	24	951
Średnioroczny przelew na stację (mln litrów)	3,0	3,3	2,2	3,04
Średni przelew na rynku lokalnym (mln litrów)	2,9	2,1	1,8	
Przelew w stosunku do średniej rynkowej	104,3%	155,8%	121,2%	

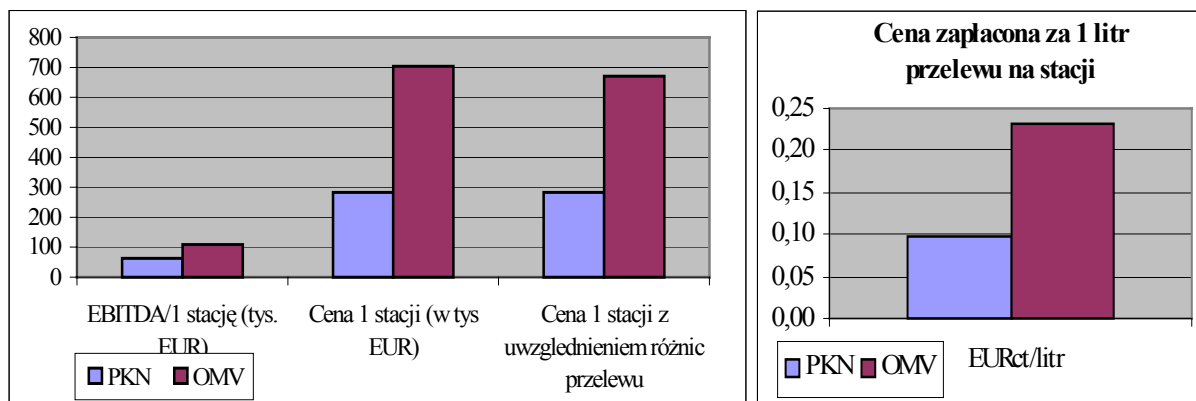
Źródło: Obliczenia własne DI BRE na podstawie komunikatu OMV

Ponieważ ani OMV, ani BP nie podały wartości transakcji w rozbiciu na sieci stacji w poszczególnych krajach przyjęliśmy założenie upraszczające, czyli wycenę zakupionych stacji jako jednej sieci i w ten sposób otrzymane wyniki porównaliśmy do transakcji PKNu z BP.

Porównanie zakupionych stacji:	PKN	OMV
Liczba kupionych stacji	494	313
Cena zakupu (w mln EUR)	140	220
Przelew	1432	951
Średni przelew (w mln litrów)	2,90	3,04
EBIT (mln EUR)		14,0
EBITDA (mln EUR)	31,0	34,0
Wycena 1 stacji (w tys, EUR)	283,4	702,9
Wycena 1 stacji z uwzględnieniem różnic przelewu	283,4	670,6
Waluacja w oparciu o przelew EURct/litr	0,10	0,23
Dyskonto w cenie zakupu przez PKN vs OMV	57,7%	-
CODO/DODO	80%/20%	88%/12%

Źródło: prezentacje spółek i obliczenia własne

*CODO- stacje należące do firmy
DODO- franszyza, patronat*



Podsumowanie:

Bazując na porównaniu skorygowanej o różnice w przelewie cenie 1 stacji oraz przeliczając cenę transakcji na 1 litr przelewu dochodzimy do wniosku, że PKN kupił stacje od BP z ponad 57% dyskontem do ceny zapłaconej przez OMV. Jednakże należy pamiętać, że estymowana EBITDA generowana przez 1 stację zakupioną przez OMV wynosi 108 tys EUR vs 63 tys EUR generowane przez stacje zakupione przez PKN. Stosunek stacji CODO do DODO również przemawia na korzyść OMV. Zakładane wydatki na rebranding w przypadku stacji zakupionych przez OMV wynoszą 22 mln EUR (do poniesienia w ciągu 12 m-cy) w stosunku do szacowanych przez nas 50-60 mln EUR kosztów rebrandingu w przypadku stacji zakupionych przez PKN. Pomimo tych wszystkich różnic przemawiających na korzyść OMV cena zapłacona przez PKN jest na tyle niska, że naszym zdaniem ostatecznie lepsze warunki transakcji wynegocjowała spółka z Płocka.

Biopaliwa

Sejm przyjął weto Prezydenta do ustawy o biopaliwach. Oznacza to, iż ustawa w kształcie proponowanym uprzednio przez Sejm nie wejdzie w życie. Rząd przyjął już nowy projekt ustawy o biopaliwach, który zakłada, iż ustawa o biopaliwach wejdzie w życie 1 października tego roku, a udział biokomponentów (spirytusu odwodnionego i EETB) wyniesie 3,5%, a od 1 stycznia 2004 roku 4%. Obecnie projekt rządowy został skierowany do odpowiedniej komisji sejmowej. Wejście ustawy w życie jeszcze w tym roku z pewnością nie jest korzystne dla PKNu, ponieważ powoduje konieczność poniesienia przez spółkę dodatkowych nieplanowanych wydatków związanych z modernizacją i przystosowaniem urządzeń do konfekcjonowania benzyn i przygotowania zbiorników do przechowywania obowiązkowych rezerw paliw. Przy pracach nad poprzednią ustawą (zawetowaną i odrzuconą przez Sejm) PKN informował, że nakłady te wyniosą minimum 40 mln zł, a mogą nawet sięgnąć 120 mln zł w skrajnie niekorzystnym wariantcie (prawdopodobnie w zależności od zawartości biokomponentów (3,5%, bądź 4,5%). Dodatkowo wprowadzenie 4% zawartości biokomponentów komplikuje prowadzenie biznesu przez spółkę z Płocka ponieważ w chwili obecnej ze względów technicznych nie można przesyłać paliwa z taką zawartością bioetanolu siecią rurociągów produktowych, w związku z czym powstanie konieczność mieszania paliwa bazowego z bioetanolem w bazach paliwowych, co dodatkowo podniesie koszty. Jeśli Sejm przyjmie ustawę o biopaliwach w jej nowym kształcie spowoduje ona zmniejszenie przerobu ropy przez PKN o około 250 tys ton (przy łącznym przerobie za ten rok wynoszącym 13 mln ton) i jednocześnie spadek marży rafineryjnej liczonej jako średnia za ostatnie dwa lata o 10,3 mln zł. Spółka będzie tylko zarabiała na marży detalicznej ze sprzedaży biokomponentów.



PKN	2001	2002	Średnia za 2001-2002
Przerób ropy *(tyś ton)	13000	13000	13000
<i>Uzyski: (tyś ton)</i>			
Benzyn	3120	3120	3120
ON	3130	3130	3130
<i>uzyski łącznie:</i>	<i>6250</i>	<i>6250</i>	<i>6250</i>
4% biokomponentów (w tyś ton)	250	250	250
EETB dodawane obecnie przez PKN**	54	54	54
<i>Różnica</i>	<i>196</i>	<i>196</i>	<i>196</i>
Marża rafineryjna***(w USD/mt)	18,4	8	13,2
Strata marży rafineryjnej (mln USD)	3,6	1,6	2,6
Strata marży rafineryjnej (w mln zł)	14,4	6,3	10,3

*dla uproszczenia przyjęto stały przerób ropy i uzyski paliw

**dane ze spółki

***Rotterdam Complex Refinery Margin dla ropy Brent

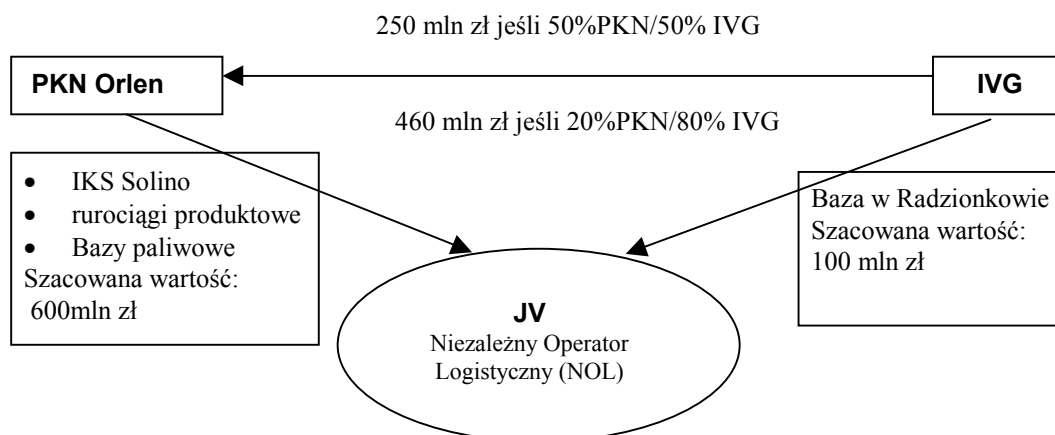
kurs USD/PLN=4

Źródło: obliczenia własne DI BRE i raporty kwartalne PKN

Zamiar utworzenia JV z IVG

Spółka z Płocka podpisała 4 kwietnia list intencyjny z IVG Terminal Silesia w sprawie utworzenia wspólnego JV, które miałyby świadczyć usługi w zakresie magazynowania, przesyłu i przeładunku paliw. JV o nazwie Niezależny Operator Logistyczny zostanie stworzone na bazie majątku PKN Orlen (tj. baz paliwowych łącznie z IKS Solino oraz rurociągów produktowych), a ze strony IVG do JV wniesiona zostanie baza w Radzionkowie.

Różnica w wycenie majątku wniesionego przez PKN i IVG zostanie zapłacona w gotówce PKNowi. Kwota, którą będzie musiał zapłacić IVG może wynieść naszym zdaniem pomiędzy 250 a 460 mln zł. Ostateczna kwota uzyskana przez PKN zależna będzie od tego jaki procent udziałów w nowym podmiocie obejmie PKN. Naszym zdaniem jeżeli PKN obejmie 20% uzyska aż 460 mln zł, natomiast w przypadku gdy będzie to 50% pozyska 250 mln zł.



Źródło: Szacunki DI BRE i komunikat PKN Orlen

Istotna dla tworzonego JV jest kwestia, kto zostanie inwestorem strategicznym w prywatyzowanych właśnie Naftobazach. Nafta polska ogłosiła ostatnio, iż wyłącznie negocjacyjną do 20 lipca 2003 roku uzyskał holenderski Petrostil – spółka w 100% zależna od Koninklijke NV (Vopak).

Informacja o zamiarze utworzenia przez PKN JV z IVG świadczy naszym zdaniem o próbie wystraszenia obecnego uczestnika przetargu na Naftobazy w celu zmuszenia go do zaproponowania nieakceptowanych dla Nafty Polskiej warunków lub do wycofania się z go przetargu. W dalszej kolejności skutkowałyby to unieważnieniem przetargu, co otwierałoby drogę dla IVG z którym PKN mógłby wejść do Naftobaz jako udziałowiec mniejszościowy. Jednak



nawet gdyby ten ruch nie powiódł się PKNowi to utworzenie JV z IVG z pewnością starałby się marketingować jako działania w kierunku liberalizacji rynku logistyki paliw i równego dostępu dla wszystkich uczestników rynku (jest to zawarte w misji NOL) co miałyby mu ułatwić wejście do Naftobaz w drugiej fazie ich prywatyzacji jako udziałowiec mniejszościowy. Z informacji jakie udało nam się uzyskać ostateczna umowa pomiędzy IVG, a PKN w sprawie utworzenia JV powinna zostać podpisana jeszcze przed zakończeniem prywatyzacji Naftobaz, co planowane jest na kwiecień.

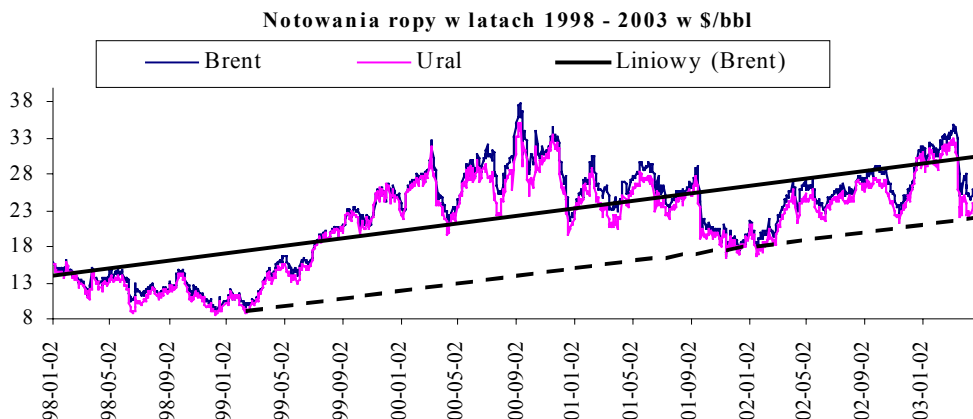
Fitch obniżył perspektywy dla ratingu PKNu

9 kwietnia Fitch Ratings pozostawił rating PKNu na poziomie BBB- a krótkoterminowo F3 jednakże obniżył perspektywę ze stabilnej do negatywnej. Głównym powodem do obniżki perspektyw jest wysoki poziom nakładów inwestycyjnych w 2003 i 2004, który zdaniem Fitch nie będzie w pełni zrekompensowany przez generowaną EBITDE co spowoduje wzrost wskaźnika długu brutto do EBITDY. My jesteśmy odmiennego zdania. Sądzymy, iż generowana EBITDA nie pokryje nakładów inwestycyjnych jedynie w przypadku wygrania przetargu na RG oraz uwzględnienia w nakładach inwestycyjnych również nakładów JV z Basselem, który jest przecież oddzielnym podmiotem. Dodatkowo Fitcha niepokoi struktura zadłużenia, w której na koniec 2002 roku aż 84% stanowiło zadłużenie krótkoterminowe, co stanowi niebezpieczeństwo dla stabilności i płynności firmy. W tej kwestii podzielamy zdanie Fitcha, jednakże wierzymy iż deklaracja Zarządu PKNu w sprawie uruchomienia 5 letniego kredytu konsorcjalnego o równowartości EUR 500 mln zostanie dotrzymana, co poprawi strukturę zadłużenia. Sądzymy również, że proces dezinvestycji planowany przez spółkę ma szansę się powieść (sprzedaż Flexpolu i NOMu, a w dalszej kolejności możliwa sprzedaż akcji Polkomtela) co pozwoli spółce na uzyskanie niezbędnych środków i znacząco zmniejszy dług netto.

Rynek ropy: notowania ropy, spready, kraki

Notowania ropy

Eskalacja napięcia pomiędzy zwolennikami obalenia reżimu Saddama (USA-Wielka Brytania), a Francją, Niemcami, Rosją i Chinami, czyli przeciwnikami rozwiązania zbrojnego, strajk w Wenezuelskim przemyśle wydobywczym ropy naftowej, który rozpoczął się pod koniec 2002 roku oraz wewnętrzny konflikt w Nigerii to główne czynniki, które powodowały wzrost cen ropy na rynkach światowych pod koniec 2002 roku, aż do momentu inwazji na Irak. Wraz z wkroczeniem wojsk alianckich do Iraku, pomimo zaprzestania eksportu ropy przez ten kraj ceny ropy na rynkach światowych zaczęły gwałtownie spadać. Obecny poziom notowań pomiędzy 24-26 USD/bbl odzwierciedla naszym zdaniem rzeczywistą podaż i popyt na ten surowiec. Wraz ze wznowieniem wydobywania i eksportu ropy przez Irak (co ma nastąpić w ciągu kilku tygodni) ceny surowca mogą naszym zdaniem jeszcze spaść do około 22 USD/bbl. Nawet decyzja OPEC o redukcji wydobywania o 2 mln bbl/dzień podjęta na spotkaniu 24 kwietnia we Wiedniu nie spowodowała wzrostu cen surowca. Sądzymy iż średnioroczna cena ropy w tym roku wyniesie 26 USD/bbl. (brent) z tendencją do zniżki do około 22 USD/bbl. w następnych latach w wyniku dalszego wzrostu wydobywania i eksportu przez Rosję oraz rozbudowy potencjału wydobywczego w Iraku (wg ocen ekspertów kraj ten może wydobywać nawet 6-7 mln bbl/dzień już w 2007 roku).

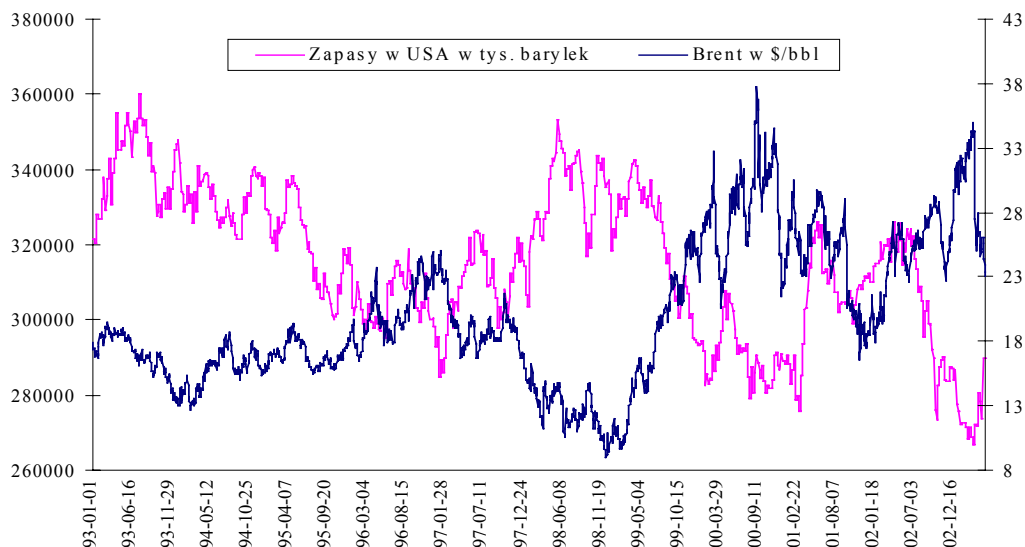


Źródło: Bloomberg



Zapasy ropy w USA

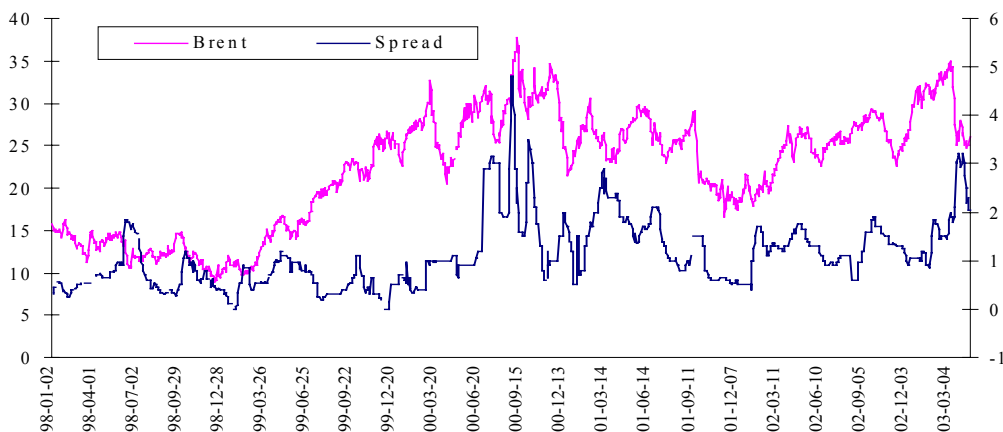
Odbudowa zapasów w USA jest naszym zdaniem tylko kwestią czasu. Obecnie najgorsze już za nami - konflikt w Iraku zwiększający zapotrzebowanie na paliwa zakończony. Wenezuela wydobywa normalnie, a ciężka zima przeszła już do historii. Nadal oczekujemy odbudowy zapasów w USA do około 330 mln baryłek z obecnego poziomu 289 mln baryłek.



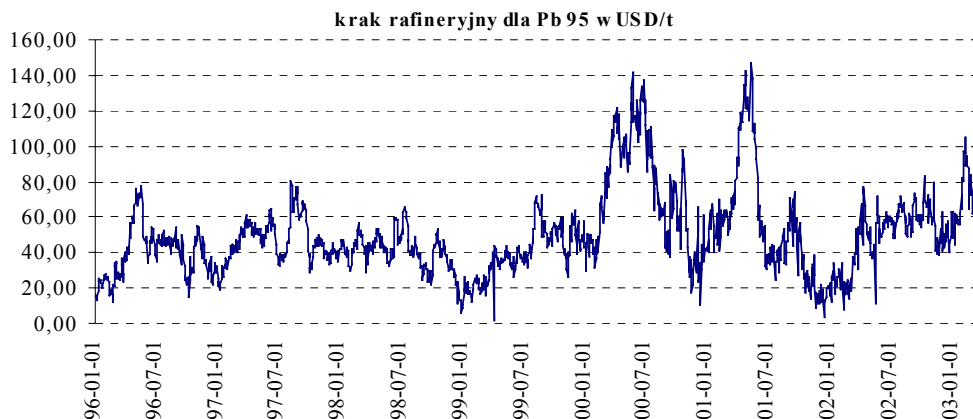
Źródło: Bloomberg

Spread Brent-Ural

Pierwszy kwartał 2003 charakteryzował się systematycznym wzrostem spreadu pomiędzy ropą typu Brent, a Ural. Spread ten przejściowo osiągnął nawet poziom 3,2 USD/bbl., a za cały I kw. 2003 ukształtował się na poziomie 1,81 USD/bbl. w stosunku do 1,21 USD/bbl. w analogicznym okresie 2002 roku. Sądzymy iż dalsze zwiększanie wydobycia przez Rosję spowoduje utrzymywanie się spreadu na wysokim poziomie w 2003 roku. Oczekujemy iż spread za cały 2002 rok ukształtuje się na poziomie 1,6 USD/bbl. w porównaniu do 1,24 USD/bbl. w 2002 roku. W roku bieżącym przy tych założeniach wzrost spreadu powinien przełożyć się na wzrost wyniku operacyjnego o 126 mln zł. Nadal podtrzymujemy opinię, iż do 2010 roku spread wzrośnie do 2 USD/bbl.



Źródło: Bloomberg

**Kraki rafineryjne**

Źródło: Bloomberg

Prognoza wyników w 2003 roku

Według naszej prognozy pozytywnie na wyniki PKNu w 2003 roku wpływać będą wyższe spready pomiędzy Brentem, a Uralem oraz wyższe marże rafineryjne. Jednocześnie z drugiej strony negatywnie na wyniki będzie wpływał niższy przerób ropy o 261 tys ton, czyli 2% oraz zamknięcie instalacji hydrocrackingu w 2 połowie roku, co spowoduje spadek EBITU o 30-40 mln zł (w tym około 10 mln zł zostanie utracone ze względu na produkcję w tym okresie bardziej zasiarczonego ON – ponad 50 ppm, nie posiadającego ulgi w akcyzie) oraz ze względu na przeniesienie produkcji poliolefin a wraz z tym korzyści z ich sprzedaży do JV z Basellem. Stanowią one około 15% sprzedaży segmentu chemicznego w PKNie. W ujęciu wolumenowym natomiast w wyniku operacyjnym strata wyniesie około 25-30 mln zł (strata w EBITDZIE to około 60 mln zł). W wyniku wzięcia pod uwagę powyższych czynników oczekujemy, iż PKN wypracuje w 2003 roku 531 mln zł zysku netto przy przychodach na poziomie 26,3 mld zł.

Wycena

Wyceniając PKN zastosowaliśmy dwie metody. Jako podstawowy przyjęliśmy model DCF, a pomocniczo posłużyliśmy się waluacją porównawczą w stosunku do konkurentów z Europy Środkowo-wschodniej.

DCF:

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Zysk operacyjny	759	756	921	1249	1159	1162
Podatek od zysku operacyjnego	413	304	338	416	381	370
Amortyzacja	1063	1173	1304	1422	1533	1652
Przeptywy pieniężne brutto	1408	1624	1886	2255	2311	2443
wzrost majątku obrotowego (bez papierów przeznaczonych do obrotu)	702	237	-41	128	99	110
wzrost zobowiązań nie niosących odsetek	398	41	36	47	36	41
Inwestycje w kapitał pracujący	304	196	-76	82	63	70
Inwestycje w majątek trwały	1011	1825	1690	1590	1600	1600
Inwestycje operacyjne brutto	1314	2021	1614	1672	1663	1670
Free cash flow available for investors	94	-396	273	583	649	773



	2003	2004	2005	2006	2007	2,0%
FCF	-396	273	583	649	773	15 891
stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,2%	5,0%	4,6%	4,4%	4,1%
premia kredytowa	2%	2%	2%	2%	2%	2%
premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
koszt długu	7,3%	6,7%	6,5%	6,1%	5,9%	5,6%
koszt kapitału	9,6%	9,0%	8,8%	8,4%	8,2%	7,9%
<u>dług / EV</u>	<u>0,24</u>					
podatek	27%	27%	27%	27%	27%	27%
wacc	8,6%	8,0%	7,8%	7,4%	7,2%	7,0%
stopa dyskonta	8,6%	8,0%	7,8%	7,4%	7,2%	7,0%
	0,921	0,853	0,791	0,736	0,687	0,642
Zdyskontowane FCF	-365	233	462	478	531	10 202
Suma Zdyskontowanych FCF i wartości rezydualnej	11 540					
dług	2 270					
Wartość kapitału	9 270					
Liczba akcji	420 177					
cena	22,1					
Wartość pakietu Polkomtela na 1 akcję PKN	3,65					
DCF + pakiet Polkomtela	25,7					

Na podstawie modelu DCF wyceniamy wartość 1 akcji PKN Orlen na 25,7 zł (z uwzględnieniem posiadanego pakietu akcji Polkomtela szacowanego przez nas na 3,65 zł na akcję). Bez Polkomtela wartość biznesu podstawowego naszym zdaniem wynosi 22,1 zł.

Wycena porównawcza:

	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
MOL	7,6	6,4	5,5	5,8	4,8	4,3	0,8	0,8	0,8
Slovnaft	5,9	5,0	4,7	3,2	3,0	2,9	0,6	0,6	0,6
Unipetrol	4,4	7,8	4,8	8,1	14,5	6,1	0,6	0,5	0,6
OMV	9,7	7,1	7,5	3,9	3,3	3,4	0,5	0,5	0,5
Średnia	6,9	6,6	5,6	5,3	6,4	4,2	0,6	0,6	0,6
PKN	15,7	14,2	11,7	5,3	5,0	4,3	0,4	0,4	0,4
<i>Dyskonto/Premia</i>	<i>128%</i>	<i>115%</i>	<i>107%</i>	<i>0%</i>	<i>-22%</i>	<i>3%</i>	<i>-39%</i>	<i>-39%</i>	<i>-42%</i>
PKN z wył. Polkomtela	12,1	11,0	9,0	4,3	4,1	3,5	0,3	0,3	0,3
<i>Dyskonto/Premia</i>	<i>76%</i>	<i>67%</i>	<i>60%</i>	<i>-18%</i>	<i>-36%</i>	<i>-15%</i>	<i>-50%</i>	<i>-50%</i>	<i>-52%</i>

Przy obecnym poziomie notowań spółka wyceniana jest naszym zdaniem „fair” w stosunku do konkurentów Środkowo-Europejskich. Z jednej strony na poziomie P/E PKN notowany jest ze znaczącą premią wynoszącą od 107 do 128%. Na poziomie EV/EBITDA obecna wycena PKNu odzwierciedla „fair value”, a pod względem wskaźnika EV/Sales spółka notowana jest ze znaczącym dyskontem, które przy obecnym poziomie notowań wynosi 39-42%. Sądzymy, iż ze względu na występowanie z jednej strony premii, a z drugiej dyskonta pozwala stwierdzić, iż obecnie PKN notowany jest na zbliżonym poziomie do swoich konkurentów z regionu.

Rekomendacja:

Utrzymujemy rekomendację akumuluj, obniżając jednocześnie cenę docelową do 23,1 zł (cenę taką uzyskaliśmy pomniejszając wycenę uzyskaną metoda DCF o 10% ze względu na wycenę porównawczą)



Bilans	2001	2002P	2003P	2004P	2005P
mln zł					
<u>Aktywa</u>	<u>14 109</u>	<u>14 784</u>	<u>15 672</u>	<u>16 018</u>	<u>16 314</u>
<u>Majątek trwały, w tym:</u>	<u>9 496</u>	<u>9 444</u>	<u>10 096</u>	<u>10 482</u>	<u>10 650</u>
rzeczowy majątek trwały	8 621	8 521	9 244	9 638	9 814
wart. niem. i prawne	94	91	47	39	31
aktywa finansowe	763	791	791	791	791
<u>Majątek obrotowy, w tym:</u>	<u>3 965</u>	<u>4 709</u>	<u>4 945</u>	<u>4 905</u>	<u>5 033</u>
zapasy	2 185	2 851	2 936	2 992	3 071
dynamika	-19%	30%	3%	2%	3%
należności	1 549	1 611	1 596	1 629	1 671
dynamika	-7%	4%	-1%	2%	3%
gotówka	203	178	345	215	222
RMK	648	631	631	631	631
<u>Pasywa</u>	<u>13 421</u>	<u>14 114</u>	<u>15 002</u>	<u>15 348</u>	<u>15 644</u>
<u>Kapitał własny, w tym:</u>	<u>7 501</u>	<u>7 927</u>	<u>8 410</u>	<u>9 002</u>	<u>9 836</u>
kapitał akcyjny	525	525	525	525	525
kapitał zapasowy	5 502	5 758	6 189	6 667	7 247
kapitał rezerwowo	732	723	723	723	723
zysk netto	366	479	531	645	899
<u>Zobowiązania, w tym:</u>	<u>5 041</u>	<u>5 231</u>	<u>5 637</u>	<u>5 391</u>	<u>4 853</u>
kred. długoterminowe	1 299	420	1 385	1 175	870
kred. krótkoterminowe	1 147	1 830	1 230	1 158	878
zobowiązania handlowe	1 092	1 490	1 531	1 567	1 613
pozostałe zobowiązania	1 502	1 491	1 490	1 490	1 490
Rezerwy	816	867	867	867	867
RMK i PPO	62	89	89	89	89
l. akcji	420 177	420 177	420 177	420 177	420 177
<u>BVPS (zł)</u>	17,9	18,9	20,0	21,4	23,4



Rachunek wyników	2001	2002P	2003P	2004P	2005P
mln zł					
<u>Przychody netto ze sprzedaży</u>	<u>25 872</u>	<u>26 328</u>	<u>26 759</u>	<u>27 382</u>	<u>28 196</u>
dynamika	-4%	2%	2%	2%	3%
- w tym akcyza	9 094	9 696	9 701	10 110	10 759
Koszty wytworzenia bez amort.	13 163	12 339	12 312	12 171	11 736
Zysk br. na sprzed. przed amort.	12 710	13 990	14 447	15 211	16 460
marża	49%	53%	54%	56%	58%
amortyzacja	950	1 063	1 173	1 304	1 422
Koszty wytworzenia towarów i produktów	14 113	13 402	13 485	13 475	13 157
<u>Zysk brutto na sprzedaży</u>	<u>11 760</u>	<u>12 926</u>	<u>13 274</u>	<u>13 907</u>	<u>15 038</u>
marża	45%	49%	50%	51%	53%
Koszty sprzedaży	10 344	11 213	11 509	11 997	12 775
dynamika	6%	8%	3%	4%	6%
Koszty ogólnego zarządu	806	892	906	927	952
dynamika	31%	11%	2%	2%	3%
Zysk na sprzedaży	610	821	859	983	1 312
marża	2%	3%	3%	4%	5%
Pozost. przych./koszty operac.	48	-63	-103	-63	-63
EBDIT	1 608	1 822	1 929	2 224	2 671
marża	6%	7%	7%	8%	9%
<u>Zysk operacyjny (EBIT)</u>	<u>659</u>	<u>759</u>	<u>756</u>	<u>921</u>	<u>1 249</u>
marża	3%	3%	3%	3%	4%
dynamika	-54%	15%	0%	22%	36%
Przychody/koszty finansowe	-222	-26	-28	-37	-18
Zysk na dział. gospod.	437	732	728	883	1 232
marża	2%	3%	3%	3%	4%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	0	0	0	0
<u>Zysk brutto</u>	<u>496</u>	<u>772</u>	<u>728</u>	<u>883</u>	<u>1 232</u>
dynamika	-56%	56%	-6%	21%	39%
<u>Zysk netto</u>	<u>366</u>	<u>479</u>	<u>531</u>	<u>645</u>	<u>899</u>
marża netto	1%	2%	2%	2%	3%
dynamika	-55%	31%	11%	21%	39%
efektywna stopa podatkowa	26%	38%	27%	27%	27%
liczba akcji (tys. szt.)	420 177	420 177	420 177	420 177	420 177
EPS (PLN)	0,871	1,141	1,264	1,534	2,140
EBITPS (PLN)	1,6	1,8	1,8	2,2	3,0



Rach. przepływów pieniężnych	2001P	2002P	2003P	2004P	2005P
mln PLN					
Zysk netto	366	479	531	645	899
Amortyzacja	950	1 063	1 173	1 304	1 422
Zmiana w rezerwach	-111	93	0	0	0
<u>Cash Earnings</u>	<u>1 316</u>	<u>1 543</u>	<u>1 704</u>	<u>1 949</u>	<u>2 321</u>
CEPS (PLN)	3,1	3,7	4,1	4,6	5,5
<u>Zmiana kapitału obrot., w tym:</u>	<u>115</u>	<u>-371</u>	<u>-29</u>	<u>-53</u>	<u>-75</u>
<u>Cash flow netto z dział. operac.</u>	<u>1 431</u>	<u>1 172</u>	<u>1 675</u>	<u>1 895</u>	<u>2 245</u>
<u>Cash flow netto z inwestycji</u>	<u>-2 064</u>	<u>-1 011</u>	<u>-1 825</u>	<u>-1 690</u>	<u>-1 590</u>
<u>Cash flow netto z działalności finansowej</u>	<u>771</u>	<u>-279</u>	<u>317</u>	<u>-335</u>	<u>-649</u>
Zmiana stanu środków pieniężnych	138	-118	167	-130	6
gotówka na początku roku	176	203	178	345	215
<u>gotówka na końcu roku</u>	<u>314</u>	<u>85</u>	<u>345</u>	<u>215</u>	<u>222</u>
Wskaźniki rentowności	2001	2002P	2003P	2004P	2005P
rent. br. na sprzed. przed amort.	49,1%	53,1%	54,0%	55,6%	58,4%
rent. brutto na sprzedaży	45,5%	49,1%	49,6%	50,8%	53,3%
rent. netto na sprzedaży	2,4%	3,1%	3,2%	3,6%	4,7%
rentowność operacyjna	2,5%	2,9%	2,8%	3,4%	4,4%
rentowność brutto	1,9%	2,9%	2,7%	3,2%	4,4%
rentowność netto	1,4%	1,8%	2,0%	2,4%	3,2%
ROA	2,6%	3,3%	3,5%	4,1%	5,6%
ROE	5,0%	6,2%	6,5%	7,4%	9,5%
ROACE	3,8%	4,8%	5,0%	5,8%	7,8%
Wskaźniki rotacji					
wskaźnik obrotu aktywami(x)	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7
rotacja majątku obrotowego (x)	6,1	6,1	5,5	5,6	5,7
sprzedaż na pracownika (mln PLN)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6
śr. wynagr. mies. z narzutami (tys. PLN)	4,9	4,9	5,1	5,2	5,4
dynamika	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
wskaźnik rotacji zapasów (dni)	62,4	67,6	77,2	79,2	83,0
wskaźnik rotacji należności (dni)	22,4	21,6	21,6	21,2	21,1
wskaźnik rotacji zobowiązań (dni)	34,4	34,7	40,3	41,4	43,5
	0	0	0	0	0
Wskaźniki płynności	0	0	0	0	0
kapitał pracujący (mln PLN)	1 370	1 728	1 923	1 847	1 929
zmiana kapitału pracującego (mln PLN)	-319	357	196	-76	82
wskaźnik bieżącej płynności (x)	1,8	1,4	1,8	1,8	2,0
wskaźnik szybkiej płynności (x)	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8
Wskaźniki struktury finansowej					
dług (D) (mln PLN)	2 446	2 250	2 615	2 333	1 749
dług netto (ND) (mln PLN)	2 243	2 072	2 270	2 118	1 527
wartość rynkowa kapitału (E) (mln PLN)	7 374	7 374	7 374	7 374	7 374
EV (wartość ekonomiczna = ND+E) (mln zł)	9 617	9 446	9 644	9 492	8 901
EV/EBDIT	6,0	5,2	5,0	4,3	3,3
EBIT/EV	7%	8%	8%	10%	14%
D/E	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2
Dług netto /EBITDA	1,4	1,1	1,2	1,0	0,6



dług/kapitał własny (wartości bilansowe)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
<u>cena akcji</u>	<u>17,6</u>	<u>17,6</u>	<u>17,6</u>	<u>17,6</u>	<u>17,6</u>
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
P/E	20,2	15,4	13,9	11,4	8,2
P/CE	5,6	4,8	4,3	3,8	3,2
P/OP	11,2	9,7	9,8	8,0	5,9
MC/S	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/S	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PKN Orlen**

rekomendacja	AKUMULUJ
data wydania	22-11-2002
kurs z dnia rekomendacji	18,80
WIG w dniu rekomendacji	14516,03

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 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana.

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.

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.

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.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bądź rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – ciągle jest uważana za najbardziej właściwą metodologicznie metodę 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.



**DOM INWESTYCYJNY
BRE BANKU S.A.**

Warszawa – ul. Wspólna 47/49, 00-950 Warszawa, skr. pocztowa 21

	TELEFON (0-22)	FAX (0-22)
Centrala i informacja	697-49-00	697-49-44
Kierownik Punktu Obsługi Klientów	697-48-33	697-48-75
Obsługa Rynku Niepublicznego	697-48-16	697-48-14
Sekretariat Biura	697-47-00	697-47-01
Dep. Sprzedaży Instytucjonalnej	697-49-10	697-49-61
Departament Analiz	697-47-37	697-47-43
Departament Rynku Pierwotnego	697-47-22	697-47-05
Departament Rozliczeń Finansowych	697-49-07 do 09	697-48-14
Zespół Zleceń Telefonicznych	697-49-49	697-48-58

PUNKT OBSŁUGI	ADRES	TELEFON	FAX
BIELSKO-BIAŁA	Pl. Wolności 7, 43-304 Bielsko-Biała	(33) 813-93-50	(33) 813-93-55
BYDGOSZCZ	ul. Grodzka 17, 85-109 Bydgoszcz	(52) 584-31-51	(52) 584-31-52
GDĄŃSK	ul. Okopowa 7, 80-819 Gdańsk	(58) 346-24-21	(58) 301-15-51
KATOWICE	ul. Powstańców 43, 40-024 Katowice	(32) 200-64-81	(32) 200-64-80
KRAKÓW	ul. Augustańska 15, 31-064 Kraków	(12) 618-45-84	(12) 618-45-82
LUBLIN	ul. Krakowskie Przedmieście 6, 20-954	(81) 532-94-13	(81) 532-94-42
ŁÓDŹ	ul. Piotrkowska 148/150, 90-063 Łódź	(42) 636-15-27	(42) 636-27-00
OLSZTYN	ul. Głowackiego 28, 10-448 Olsztyn	(89) 522-03-41	(89) 522-03-42
POZNAŃ	ul. Szyperska 20/21, 60-967 Poznań	(61) 856-86-36	(61) 856-86-36
RZESZÓW	ul. Sokoła 6, 35-010 Rzeszów	(17) 850-38-10	(17) 852-66-50
SZCZECIN	ul. Tkacka 55, 70-556 Szczecin	(91) 488-39-82	(91) 488-39-63
WROCLAW	ul. Podwale 62A, 50-010 Wrocław	(71) 342-15-68	(71) 341-88-79