



## PGNiG – Komentarz do wyników finansowych za 4Q 2017

Adam Maćkowiak, Analityk, +48 22 507 52 94, adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

### Wyniki finansowe za 4Q 2017

PLNm	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	r/r	LTM	r/r	Wst.	vWst.
Przychody	10 146	11 652	7 165	6 075	10 965	8,1%	35 857	8,0%	10 970	0,0%
Wydobycie	1 586	1 851	1 294	1 270	1 702	7,3%	6 117	15,7%		
Obrót	8 573	9 932	5 887	5 051	9 625	12,3%	30 495	8,2%		
Dystrybucja	1 416	1 469	1 142	1 085	1 242	-12,3%	4 938	0,5%		
Wytwarzanie	757	859	408	262	722	-4,6%	2 251	2,6%		
EBIT	1 047	2 074	768	418	650	-37,9%	3 910	16,4%	620	4,6%
EBITDA	1 705	2 769	1 408	1 079	1 323	-22,4%	6 579	10,1%	1 290	2,5%
Wydobycie	657	1 376	863	798	828	26,0%	3 865	75,2%	830	-0,2%
Obrót	324	358	-268	-279	-245	-	-434	-	-270	10,2%
Dystrybucja	594	692	691	581	529	-10,9%	2 493	-2,6%	530	-0,2%
Wytwarzanie	199	409	170	22	241	21,1%	842	10,9%	240	0,4%
Zysk netto	721	1 599	499	367	456	-36,8%	2 921	24,4%	430	5,7%
marża EBITDA	16,8%	23,8%	19,7%	17,8%	12,1%	-4,7pp	18,3%	0,6pp	11,8%	0,3pp
marża netto	7,1%	13,7%	7,0%	6,0%	4,2%	-2,9pp	8,1%	2,1pp	3,9%	0,2pp
DN/EBITDA	0,09	-0,23	-0,23	0,10	0,07	-0,02	0,07	-0,02		
12M P/E	13,4	13,0	11,2	12,3	11,9	-1,5	11,9	-1,5	12,0	0,1
12M EV/EBITDA	5,2	5,5	5,3	5,5	5,2	0,0	5,2	0,0	5,2	0,0

Wyniki w 4Q'17  
zgodnie z danymi  
wstępnymi

\*Notowania na koniec sesji 13 marca 2018 (4Q'17) oraz na koniec odpowiedniego kwartału.

### Komentarz do wyników

Wyniki Polskiego Górnictwa Naftowego i Gazownictwa w 4Q'17 okazały się być minimalnie lepsze od wcześniejszych danych wstępnych opublikowanych 13 lutego 2018. Największa różnica dotyczyła odczytu na poziomie zysku netto, który okazał się wyższy od danych wstępnych o 5,7%. Dodatkowo warto zwrócić uwagę na lepszy od szacunków wynik w segmencie obrotu (+10,2%, ostatecznie -245 mln PLN). Na poziomie przychodów szacunek nie różnił się znacząco od danych zaraportowanych.

W skali całego 2017 roku wyniki były lepsze w ujęciu rok do roku. Przychody wzrosły o 8%, EBITDA o ponad 10%, a zysk netto prawie 25%. Na uwagę zasługuje istotna poprawa w segmencie wydobywania – wzrost EBITDA o 75,2%.

**WYDOBYCIE:** W 4Q'17 nastąpił istotny wzrost przychodów z tytułu sprzedaży gazu (+127 mln PLN, +14% r/r). Wynikał on głównie ze zmiany cen surowca, gdyż sam wolumen sprzedaży wzrósł o 2% r/r. Jeżeli chodzi o sprzedaż ropy i kondensatów to przychody wzrosły w ujęciu r/r o 40 mln PLN, co wynikało ze zmiany cen (sam wolumen spadł o 4% r/r). W 4Q'17 spółka zanotowała wyższe odpisy na rzeczowe aktywa trwałe w tym segmencie, które sięgnęły -195 mln PLN (vs. -78 mln PLN rok wcześniej). Około 65 mln PLN do wyniku dołożyły również pozostałe przychody operacyjne z tytułu rewaluacji pozycji *underlift* (wolumen produkcji jest wyższy niż wolumen sprzedaży) w Norwegii.

Wzrost cen surowca przyczyną wzrostu przychodów w segmentach wydobywania i obrotu.

**OBRÓT:** Wzrost przychodów w segmencie w 4Q'17 wyniósł 12,3%, na co wpływ miał zarówno wyższy poziom cenowy, jak i wzrost wolumenów sprzedaży (wyższy wolumen sprzedaży do odbiorców hurtowych, szczególnie w obrocie hurtowym). W ujęciu r/r wzrósł również import gazu do Polski (3,67 mld m<sup>3</sup> vs 2,97 mld m<sup>3</sup> w 4Q'16), przy stabilnym udziale importu z kierunku wschodniego. W 4Q'17 spółka odpisała również -364 mln PLN wartości środków trwałych związanych z wytwarzaniem energii elektrycznej w zakładzie w Wierchowicach.

W segmencie obrotu wzrósł wolumen sprzedaży do odbiorców przemysłowych

**DYSTRYBUCJA:** Spadek wolumenu 4Q'17 był główną przyczyną spadku przychodów (skutek czynników pogodowych). W ujęciu r/r spadł również koszt usługi przesyłowej o 27 mln PLN.

**WYTWARZANIE:** Spadek przychodów o 4,6% r/r wynikał ze spadku wolumenu sprzedaży ciepła o ok. 6% r/r. Przychody ze sprzedaży energii elektrycznej z wytwarzania były stabilne r/r. Koszty zakupu węgla praktycznie nie zmieniły się w ujęciu r/r (spadek o -4 mln PLN w 4Q'17).

**ZADŁUŻENIE:** Dług netto spółki na koniec 2017 roku wyniósł 0,4 mld PLN. Spółka w 4Q'17 podpisała umowę w sprawie programu emisji obligacji do kwoty 5 mld PLN.

W ujęciu r/r warto również zwrócić uwagę na zmianę struktury importu gazu do Polski. Udział kierunku wschodniego w 4Q'17 spadł do 69% vs. 85% w 4Q'16.

Ogólna reakcja inwestorów na wyniki powinna być neutralna. Spółka działa obecnie w korzystnym otoczeniu makroekonomicznym (ceny gazu) co powinno mieć przełożenie na dobre wyniki w 1Q'18.



## Podsumowanie telekonferencji wynikowej

Konferencja nie przyniosła przełomu, podobnie jak opublikowane rezultaty, w związku z tym oczekujemy neutralnej reakcji rynku. Poniżej najważniejsze zagadnienia omówione przez przedstawicieli spółki:

**DYWIDENDA:** Na tą chwilę nie ma jeszcze decyzji o wpłacie dywidendy. Wszelkie informacje zostaną podane w maju.

*Brak informacji o dywidendzie.*

**CAPEX:** Spółka znajduje się w procesie negocjacji dotyczącym zakupu pól naftowych w Norwegii, natomiast żadne decyzje na razie nie zapadły. Przedstawiciel spółki tłumaczy to „wysokimi standardami” wyboru aktywów. Docelowy czas budowy portfolio projektowego w wydobyciu to 4 lata (do uruchomienia Baltic Pipe).

**CENY:** Różnica w cenach gazu między Europą zachodnią Polską związana jest z wyższą ceną gazu rosyjskiego, a nie przepisami związanymi z przechowywaniem surowca.

**ODPIS W WIERZCHOWICACH:** Zawiązany w związku z przeprowadzeniem dokładnej analizy biznesowej zakładu. Odpis może zostać odwrócony po uruchomieniu rynku mocy.

*Odpis w Wierzchowicach może zostać odwrócony po uruchomieniu rynku mocy*

**RYNEK MOCY:** Spółka nie informowała jaka część z elektrowni PGNiG znajdzie się na rynku mocy.



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniot	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniot1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniot1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 566 97 04	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### Internetowe serwisy transakcyjne

##### **SIDOMA WEB**

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

##### **SIDOMA PROFESSIONAL**

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa

EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny

EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)

P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



#### Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Autorzy: **Adam Maćkowiak**

nr ewidencyjny: **KF/2018/03/14/01**

Data sporządzenia: **2018-03-14**