



## PGNiG – Komentarz do wyników finansowych za 1Q 2018

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

### Wyniki finansowe za 4Q 2017

PLNm	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	r/r	LTM	r/r	Kons.	vKons.
Przychody	11 652	7 165	6 075	10 965	13 247	13,7%	37 452	10,6%	12 117	9,3%
Wydobycie	1 851	1 294	1 270	1 702	1 979	6,9%	6 245	7,9%		
Obrót	9 932	5 887	5 051	9 625	10 209	2,8%	30 772	8,0%		
Dystrybucja	1 469	1 142	1 085	1 242	1 551	5,6%	5 020	0,7%		
Wytwarzanie	859	408	262	722	918	6,9%	2 310	-0,1%		
EBIT	2 074	768	418	650	2 005	-3,3%	3 841	3,5%	1 883	6,5%
EBITDA	2 769	1 408	1 079	1 323	2 674	-3,4%	6 484	2,1%	2 576	3,8%
Wydobycie	1 376	863	798	828	1 380	0,3%	3 869	43,1%		
Obrót	358	-268	-279	-245	179	-50,0%	-613	-		
Dystrybucja	692	691	581	529	763	10,3%	2 564	2,8%		
Wytwarzanie	409	170	22	241	401	-2,0%	834	3,5%		
Zysk netto	1 599	499	367	456	1 566	-2,1%	2 888	12,7%	1 450	8,0%
marża EBITDA	23,8%	19,7%	17,8%	12,1%	20,2%	-3,6pp	17,3%	-1,4pp	21,3%	-1,1pp
marża netto	13,7%	7,0%	6,0%	4,2%	11,8%	-1,9pp	7,7%	0,1pp	12,0%	-0,1pp
DN/EBITDA	-0,23	-0,23	0,10	0,07	-0,32	-	-0,32	-		
12M P/E	13,0	11,2	12,3	11,9	12,3	-0,7	12,3	-0,7	12,8	-0,5
12M EV/EBITDA	5,5	5,3	5,5	5,2	5,8	0,3	5,8	0,3	5,9	-0,1

\*Notowania na koniec sesji 22 maja 2018 (1Q'18) oraz na koniec odpowiedniego kwartału.

Wyniki PGNiG lepsze od konsensusu rynkowego (wg Bloomberg).

### Komentarz do wyników

W dniu 23 maja 2018 roku Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo opublikowało wyniki finansowe za 1Q'18. Oficjalny raport finansowy został poprzedzony przedstawieniem wybranych danych operacyjnych (23 kwietnia 2018) oraz szacunki wybranych danych finansowych za 1Q'18 (27 kwietnia 2018). W związku z tym zaznaczamy, iż sama publikacja wyników przez spółkę nie ma i nie będzie miała nadzwyczaj istotnego znaczenia dla zachowania kursu (istotniejsze są spotkania przedstawicieli spółki z analitykami i dziennikarzami).

Wstępne dane operacyjne i finansowe zostały opublikowane pod koniec kwietnia.

**WYDOBYCIE:** Przychody spółki w segmencie wydobycia wzrosły w ujęciu rok do roku o 6,9% (przypominamy, że ok. 50% sprzedaży w tym segmencie realizowana jest w ramach Grupy). Sprzedaż do odbiorców zewnętrznych sięgnęła 992 mln PLN. Wzrost wynikał przede wszystkim z wzrostu wolumenu sprzedaży ropy naftowej (+10%) połączonego ze wzrostem cen surowca (4%). Spółka w wyniku wykazała dodatkowo dwa zdarzenia jednorazowe – spisała koszty odwiertów negatywnych w kwocie -244 mln PLN oraz rozwiązała odpisy na majątek trwały w kwocie 241 mln PLN. Wolumeny produkcyjne spółki pozostały na niezmiennym poziomie i wyniosły 1,2 mld m<sup>3</sup> gazu oraz 348 tys ton ropy naftowej i kondensatu. Wynik EBITDA wyniósł 1380 mln PLN (marża 69,7%).

Wzrost wolumenów w segmencie wydobycia wspierany wzrostem cen gazu i ropy naftowej.

**OBRÓT:** W segmencie obrotu przychody grupy wzrosły w ujęciu r/r o 2,8%. Wzrost wynikał z połączenia czynników cenowych i wolumenowych. Istotny wzrost zanotowała spółka PGNiG Supply & Trading GmbH (Niemcy), która sprzedała ponad 50% gazu więcej niż w 1Q'17. Łączna sprzedaż gazu poza grupę PGNiG wzrosła o 13% r/r. Import LNG zwiększył się o 31%.

Dobry wynik w obrocie wynikający z większej sprzedaży na rynki zagraniczne (spółka była lepiej zatowarowana przed nadejściem mrozów w marcu niż inne podmioty).

**DYSTRYBUCJA:** Wyniki segmentu dystrybucji gazu uległy zwiększeniu w wyniku wzrostu wolumenów. Koszty usługi przesyłowej pozostały na stabilnym poziomie ok. 170 mln PLN. Segment zanotował wzrost wynagrodzeń o 14 mln PLN. Przychody z usługi dystrybucyjnej wzrosły w ujęciu r/r o 5%

**WYTWARZANIE:** PGNiG zanotowało 918 mln PLN przychodów w segmencie wytwarzania. Wynik EBITDA uległ zmniejszeniu o 8 mln PLN i wyniósł 401 mln PLN. Wzrost przychodów w tym segmencie wynikał przede wszystkim ze wzrostu wolumenów (równomiernie energii elektrycznej i ciepła). Spadek marży EBITDA to pochodna wzrostu kosztów zakupu węgla (łącznie o 62 mln PLN, - 90% całego wzrostu kosztów segmentu w kwartale).

Zimny marzec sprzyjał produkcji ciepła i energii elektrycznej.



## Podsumowanie telekonferencji wynikowej i konferencji prasowej spółki

Spółka w dniu dzisiejszym zorganizowała dwa spotkania ze stronami zainteresowanymi bieżącą sytuacją finansowo-operacyjną – telekonferencją dla analityków rynku finansowego oraz konferencją prasową dla mediów (dostępną dla wszystkich poprzez relację internetową). Zwracamy uwagę, iż w naszej ocenie to drugie spotkanie wniosło więcej informacji mających wpływ na potencjalne decyzje inwestycyjne. Poniżej przedstawiamy podsumowanie treści przekazanych przez przedstawicieli spółki.

**1Q'18:** Przedstawiciele spółki pozytywnie ocenili 1Q'18 chociaż zaznaczyli, iż był on stosunkowo „dziwny” jeżeli chodzi o sytuację pogodową. Pierwsze dwa miesiące kwartału były relatywnie ciepłe, by potem ustąpić miejsca silnym mrozom w marcu. W związku z tym przeciętna temperatura całego kwartału była niższa w ujęciu r/r o 1,1 °C. Sytuacja pogodowa sprzyjała poprawie linii przychodowej spółki, szczególnie w segmencie wytwarzania. W 1Q'18 nie pracował jeszcze nowy blok energetyczny spółki „Zofiówka” w Jastrzębiu-Zdroju.

*Średnia temperatura w kwartale niższa rok do roku o ok. 1,1 °C*

**LNG:** W ciągu pierwszego kwartału 2018 roku do gazociągu w Świnoujściu przyptły cztery tankowce z Kataru. Jest to wynik niższy od oczekiwanych 6 (jeden na dwa tygodnie). Przedstawiciele spółki wytłumaczyli, że dostawy nie są regularnie rozłożone w ciągu roku, w związku z tym nie ma powodu do obaw jeżeli chodzi o realizację rocznego planu (przeciętnie raz na dwa tygodnie to średnia roczna).

*4 tankowce przyptły do Świnoujścia w 1Q'18.*

**WYDOBYCIE:** Przedstawiciele spółki obszernie skomentowali sytuację jeżeli chodzi o wydobycie surowców naturalnych w Polsce. Prezes Piotr Woźniak poinformował, iż spółka przeprowadziła badania sejsmiczne w rejonie Podgórze Karpackiego i jeden z obszarów pozytywnie rokuje w kontekście nowych złóż. Wyniki badań głębinowych powinny być dostępne w ciągu 2 miesięcy (przełom lipca i sierpnia). Dodatkowo prezes wyjaśnił na czym będą polegać działania spółki dotyczące „rewitalizacji” posiadanych złóż. Z jednej strony spółka rozszerzyła zakres odwiertów w ramach pojedynczego złoża, a z drugiej wykorzystwała rury perforowane do drenażu złoża. Zastosowanie powyższych zabiegów pozwala na kilkukrotnie zwiększenie wydobycia z istniejących odwiertów. Jako przykład prezes spółki podał złożo Przemyśl o łącznym zasobie szacowanym na 64 mln m<sup>3</sup> (na wyczerpaniu). Po zastosowaniu technik rewitalizacyjnych potencjał złoża może się zwiększyć o 20 mld m<sup>3</sup> (w ciągu ostatnim 12 miesięcy PGNiG wydobyciło 4,5 mld m<sup>3</sup> gazu). Techniki zostały przetestowane w mniejszych odwiertach i pozytywnie rokują do zastosowania w pozostałych złożach. Spółka zakłada, że w najbliższym czasie nastąpi wzrost wydobycia krajowego gazu i ropy naftowej o ok. 7% rocznie. W dłuższym horyzoncie czasu spółka nie spodziewa się przetomowych odkryć nowych złóż, stąd stara się rozwijać gałąź biznesu związaną z wydobyciem na Szelfie Norweskim i Morzu Północnym.

*Nowe złoża na horyzoncie.*

*Rewitalizacja złóż motorem wzrostu wolumenów w segmencie upstream.*

**GAZ SILNIKOWY:** Przedstawiciele spółki pozytywnie ocenili zmiany w zakresie akcyzy na CNG i LNG (wczoraj przyjęto projekt nowelizacji ustawy wg którego akcyza ma wynosić 0%). W ciągu ostatnich kilku miesięcy spółka podpisała kilka nowych umów dotyczących dostarczania gazu dla przedsiębiorstw komunikacyjnych i innych firm.

*Zerowa akcyza na CNG i LNG sprzyja rozwojowi sektora.*

**URE:** Spółka analizuje możliwość złożenia wniosku do URE o zmianę stawek energetycznych w wyniku zmian na rynkach surowcowych i walutowych.

## Ocena wyników

Same rezultaty oceniamy neutralnie/lekko pozytywnie. Uważamy, że spółka dobrze wykorzystwała nieprzeciętny jeżeli chodzi o pogodę czas od stycznia do marca na poprawę rezultatów r/r.

Bardziej pozytywnie oceniamy outlook spółki jeżeli chodzi o segment wydobycia. W obecnej sytuacji na rynku ropy i gazu możliwość zwiększania wydobycia z własnych złóż będzie kluczowa do poprawy marż osiąganym przez PGNiG. Cieszą w związku z tym informacje na temat nowych złóż oraz rewitalizacji złóż istniejących. Udział dostawców wschodnich w całkowitym wolumenie pozyskiwanego gazu r/r spada (obecnie ok. 78%). Biznes spółki pod tym kątem powinien pozostać stabilny do 2022 roku (koniec umowy z Gazpromem).



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 Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@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>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@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 jakkolwiek 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**

Data sporządzenia: **2018-05-23**