



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

PKN Orlen – 3Q'18



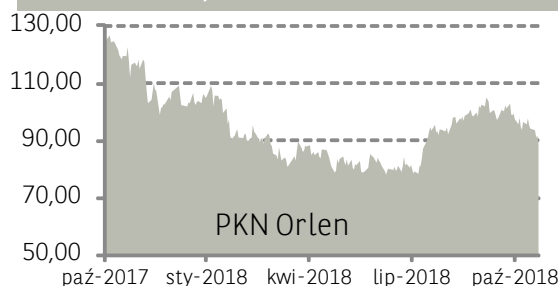
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	88,48
Kapitalizacja (mln zł)	37 843,7
Free float	67,6%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	87,5
P/E	5,9
EV/EBITDA	4,01

Notowania spółki



WYNIKI 3Q18

PLNm	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	r/r	konsensus	różnica
Przychody	24 730	24 734	23 241	26 701	30 344	22,7%	29 065	4,4%
EBITDA	2 890	2 649	2 040	3 047	2 968	2,7%	2 893	2,6%
EBITDA LIFO, w tym:	3 047	2 022	1 893	2 127	2 405	-21,1%	-	-
Downstream	2 513	1 636	1 513	1 580	1 762	-29,9%	-	-
Detal	610	491	464	677	723	18,5%	-	-
Wydobycie	53	78	68	82	86	62,3%	-	-
EBIT	2 274	1 987	1 414	2 374	2 291	0,7%	2 251	1,8%
Zysk netto j.d.	1 603	1 591	1 042	1 744	2 063	28,7%	1 878	9,9%

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

W dniu dzisiejszym spółka PKN ORLEN opublikowała raport okresowy za 3Q'18. Wyniki okazały się, co do zasady, zgodne z konsensusem zaprezentowanym przez PAP.

Wyniki zgodne z konsensusem PAP

- PRZYCHODY:** W trzecim kwartale 2018 roku PKN Orlen wypracował 30 344 mln PLN przychodów, co stanowiło polepszenie wyniku r/r na poziomie 23%. Za mocny wzrost pozycji odpowiadały wzrosty notowań produktów rafineryjnych i petrochemicznych, co z kolei było pochodną aprecjacji cen ropy naftowej na światowych rynkach.
- EBITDA LIFO:** raportowana EBITDA połączona z wyceną zapasów metodą LIFO na poziomie 2 405 mln zł okazała się niższa o 600 mln zł r/r, głównie z powodu ujemnego wpływu czynników makro w obszarze downstream. EBITDA LIFO w podziale na segmenty:
 - Downstream:** wyższe ceny ropy naftowej doprowadziły do wyższych kosztów zużycia własnych oraz pogorszenia marż min. na niektórych produktach petrochemicznych i ciężkich produktach rafineryjnych. Modelowa marża downstream spadła o 1,1 USD/bbl r/r. Kolejnym, negatywnym czynnikiem wpływającym na wynik segmentu był spadek wolumenów sprzedaży o 5% r/r, który został dodatkowo wzmocniony cyklicznym postojem instalacji Steam Cracker w Czechach.
 - Sprzedaż detaliczna:** Segment sprzedaży detalicznej kontynuował wzrostowy trend wyniku EBITDA LIFO, osiągając historyczne wartości na poziomie 723 mln zł. Było to pokłosiem wzrostu marż z oferty paliwowej i pozapaliwowej oraz wolumenów sprzedaży (o 7% r/r). Grupa zanotowała

Wzrost przychodów pochodną zwyżek cen ropy naftowej

EBITDA LIFO pod presją czynników makro



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autorzy: Lukas Cinikas

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



wzrost udziału rynku we wszystkich państwach w których prowadzi działalność w tym segmencie.

- o **Wydobycie:** Wzrost cen ropy w III kwartale 2018 r. wpłynął pozytywnie na segment wydobywania, który osiągnął najwyższy, kwartalny wynik EBITDA LIFO w bieżącym roku na poziomie 86 mln zł.
- **EBIT:** W III kwartale 2018 r. odnotowano wzrost pozostałych kosztów operacyjnych z 105 mln zł do 137 mln zł r/r za sprawą prezentacji rozliczeń i wycen pochodnych instrumentów zabezpieczających związanych z działalnością operacyjną, które wcześniej były prezentowane w linii finansowej sprawozdania. Wynik na działalności operacyjnej pozostał jednak na poziomie podobnym jak rok wcześniej, tj. 2 291 mln zł vs. 2 274 mln zł za III kw. 2017 r.
- **ZYSK NETTO:** W wyniku nadwyżki dodatnich różnic kursowych oraz lepszego wyniku w obszarze rozliczeń pochodnych instrumentów finansowych, grupa odnotowała znaczący wzrost wyniku na działalności finansowej z -214 mln zł do 257 mln zł r/r. Zysk netto grupy zamknął się na poziomie 2 075 mln zł vs. 1 697 mln zł za III kw. 2017 r.

Dodatni wynik na działalności finansowej.

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie telekonferencji wynikowej:

- **Fuzja z Lotos S.A.:** Cały czas prowadzone są rozmowy i analiza due dilligence. Do wykonania transakcji potrzebna będzie zgoda organów europejskich na koncentrację.
- **CAPEX:** Zarząd spółki spodziewa się, że wydatki inwestycyjne w 2018 roku wyniosą mniej niż zakładano. Po trzech kwartałach bieżącego roku zrealizowano CAPEX na poziomie 2,9 mld zł (z zaplanowanych na cały rok 4,8 mld zł). Spółka chciałaby się do końca roku skupić na inwestycjach w segmencie upstream.
- **EC Włocławek:** Wykonawca elektrociepłowni zobowiązał się do bezkosztowej naprawy elektrociepłowni we Włocławku. Planowane zakończenie prac, to marzec 2019 r.
- **Program rozwoju petrochemii:** Szczegóły dotyczące ogłoszonego w czerwcu programu rozwoju obszaru petrochemicznego grupy zostaną przedstawione do końca roku wraz z ogłoszeniem zaktualizowanej strategii rozwoju.
- **Rozwój segmentu retail:** Kontynuowany będzie rozwój segmentu retail, gdzie Zarząd widzi jeszcze pole do wzrostów. Rozwój ma nastąpić min. poprzez modernizację istniejących punktów, otwarcia nowych Miejsc Obsługi Podróżnych oraz wzrost wolumenów sprzedaży (również w ramach oferty pozapaliwowej).
- **Perspektywy w IV kw. 2018 r.:** Grupa spodziewa się w IV kwartale roku trudniejszego otoczenia makroekonomicznego, które może wpłynąć negatywnie na poziomy marż w ujęciu q/q. Jednak po mocnym spadku marży we wrześniu, w drugiej połowie października Zarząd obserwuje jej umiarkowaną poprawę (w ślad za korektą ceny ropy naftowej).

Niższe od założonych wydatki inwestycyjne.

Aktualizacja strategii rozwoju w IV kw. 2018 r.

Spodziewane jest pogorszenie sytuacji makro w IV kw. 2018 r.





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@bgzbnpparibas.pl

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 księgową) - 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
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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ 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 (0%; + 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 odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji 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