



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

PKN Orlen – 4Q'18

2019-01-24 13:37



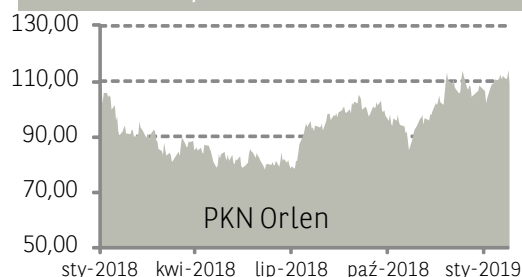
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	109,10
Kapitalizacja (mln zł)	46 620,3
Free float	67,6%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	93,9
P/E	8,2
EV/EBITDA	5,43

Notowania spółki



WYNIKI 3Q18

PLNm	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	r/r	konsensus	różnica
Przychody	24 734	23 241	26 701	30 344	29 420	18,9%	27 613	6,5%
EBITDA	2 649	2 040	3 047	2 968	1 911	-27,9%	-	-
EBITDA LIFO	1 918	1 896	2 111	2 389	2 710	41,3%	2 222	22,0%
Downstream	1 533	1 427	1 580	1 273	1 642	7,1%	-	-
Detal	491	464	677	723	917	86,8%	-	-
Wydobycie	78	68	82	86	66	-15,4%	-	-
EBIT	1 591	1 042	1 744	2 063	1 214	-23,7%	-	-
Zysk netto j.d.	1 603	1 591	1 042	1 744	804	-49,8%	695	15,7%

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

W dniu dzisiejszym spółka PKN ORLEN opublikowała raport okresowy za 4Q'18. Wyniki okazały się nieznacznie lepsze od konsensusu, jednakże akcje spółki traciły w ciągu dnia prawie 5%. Wydaje się, że powyższa reakcja inwestorów była odpowiedzią na pogarszające się otoczenie makroekonomiczne na początku 2019 r., co może mieć wpływ na wyniki spółki w 1Q'19. Dyferencjał Brent/Ural spadł w I kwartale (dane do 18 stycznia 2019 r.) do 0 USD/bbl, a modelowa marża rafineryjna do 4,3 USD/bbl (5,6 USD/bbl w I kw. 2018 r.). Marża całego segmentu downstream wynosi w bieżącym kwartale 9,8 USD/bbl vs. 11,4 USD/bbl w I kw. 2018 r.

Wyniki za Q42018 nieco lepsze od konsensusu, co jednak nie przełożyło się na dodatnie notowania akcji

- **PRZYCHODY:** W czwartym kwartale 2018 roku Grupa PKN Orlen wypracowała 29 420 mln PLN przychodów, co stanowiło polepszenie wyniku r/r na poziomie 19%. Za wzrost odpowiadały wzrosty notowań produktów rafineryjnych i petrochemicznych, co z kolei było pochodną aprecjacji cen ropy naftowej na światowych rynkach w ujęciu r/r.
- **EBITDA LIFO:** raportowana EBITDA połączona z wyceną zapasów metodą LIFO jest na poziomie podobnym jak rok wcześniej, (2 042 mln zł vs. 2 022 mln zł). W wariancie porównawczym, ujemną kontrybucję do wyniku wniósł segment downstream (-314 mln zł), co zostało zbilansowane mocnym wynikiem w segmencie detalicznym (dodatni wpływ w wysokości 426 mln zł). EBITDA LIFO w podziale na segmenty:
 - **Downstream:** segment wypracował 1 322 mln zł EBITDA LIFO, co oznacza spadek o 19% r/r. Pozytywnie na wynik wpłynęły czynniki makro (+393 mln zł). Modelowa marża segmentu w IV kw. 2018 r. wyniosła 12,1 USD/bbl (vs. 11,5 USD przed rokiem), osłabieniu uległ również średni kurs złotego wobec

Wzrost przychodów pochodną zwyżek cen ropy naftowej

EBITDA LIFO pod presją segmentu downstream



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autorzy: Lukas Cinikas

Biurow 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



walut obcych. Negatywnymi czynnikami wpływającymi na wynik segmentu był efekt wolumenowy (-201 mln zł) związany min. z postojem instalacji PTA i remontem instalacji Olefin.

- o **Sprzedaż detaliczna:** Wynik EBITDA LIFO segmentu sprzedaży detalicznej odnotował mocny wzrost, osiągając historyczne wartości na poziomie 917 mln zł (vs. 491 mln zł przed rokiem). Powyższe, jest pokłosiem wzrostu marż paliwowych (+348 mln zł do wyniku segmentu), jak i pozapaliwowych oraz wolumenów sprzedaży (o 6% r/r). Grupa zanotowała wzrost udziału w rynku we wszystkich państwach w których prowadzi działalność w tym segmencie. Obserwowany jest również dynamiczny rozwój oferty pozapaliwowej w wyniku otwarcia nowych punktów Stop Cafe. Na koniec IV kw. 2018 r. funkcjonowało 2016 punktów vs. 1793 punktów w IV kw. 2017 r. (wzrost o 12,4% r/r).
- o **Wydobycie:** Kwartalny wynik EBITDA LIFO w segmencie na poziomie 66 mln zł okazał się gorszy o ponad 15% r/r, min. za sprawą spadku cen gazu w Kanadzie (kontrybucja na poziomie -25 mln zł) oraz rozliczenia pochodnych instrumentów finansowych. Pozytywnym czynnikiem był wzrost średniego wydobycia do poziomu 20,2 tys. boe/d, co oznacza wzrost r/r o 25%.

Rekordowy wynik segmentu detalicznego

Wzrost wydobycia przy spadku cen produktów

- **EBIT:** W porównaniu do IV kw. 2017 r., w mijającym kwartale grupa odnotowała znaczący wzrost pozostałych przychodów operacyjnych (1 243 mln zł vs. 236 mln zł) z uwagi na odwrócenie odpisów aktualizujących wartość aktywów w segmencie downstream Grupy Unipetrol (wpływ na poziomie 894 mln zł). Wynik na działalności operacyjnej był niższy niż rok wcześniej o prawie 39%, tj. 1 214 mln zł vs. 1 987 mln zł za IV kw. 2017 r.
- **CASH FLOW:** W IV kw. 2018 r. grupa odnotowała ujemne przepływy z działalności operacyjnej (-772 mln zł vs. +881 mln zł w IV kw. 2017 r.), co było pochodną dużej, ujemnej zmiany stanu zobowiązań w kapitale pracującym (-4 105 mln zł) w efekcie większej spłaty zobowiązań handlowych min. przez spółkę w Niemczech. Przepływy z działalności inwestycyjnej i finansowej były na podobnym poziomie jak rok wcześniej. Z zaplanowanego na 2018 r. CAPEX-u na poziomie 4,8 mld zł, zrealizowano prawie 90% kwoty (większość, 58% w segmencie downstream).
- **ZYSK NETTO:** W wyniku min. nadwyżki ujemnych różnic kursowych (-157 mln zł), grupa odnotowała stratę na działalności finansowej na poziomie 51 mln zł. Zysk netto grupy za IV kw. 2018 r. wyniósł 809 mln zł i był gorszy o ponad 50% r/r.

Ujemny wynik na działalności finansowej.

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie telekonferencji wynikowej:

- **Segment detaliczny:** W I kw. 2019 r. nie należy spodziewać się podobnego wyniku jak w IV kw. 2018 r. Większość czynników wpływających na rekordowy poziom wyniku w mijającym kwartale miała charakter jednorazowy (wysokie marże w Niemczech z uwagi na niski poziom wód na Renie oraz szybki spadek cen ropy naftowej).
- **Rozwój segmentu detalicznego w państwach basenu Morza Bałtyckiego:** Zarząd spółki monitoruje na bieżące szanse i okazje do wejścia na rynki detaliczne tamtejszych państw, jednakże nie spodziewa się w najbliższej przeszłości rozwoju w tym kierunku.
- **Średnie wydobycie w 2019 r.:** Zarząd spodziewa się średniego wydobycia w 2019 r. na poziomie 21,5 tys. boe/d.
- **Przestoje remontowe:** Spółka spodziewa się mniejszej ilości przestoi remontowych w 2019 r.
- **Konsumpcja paliw w Niemczech:** Rynek niemiecki jest dojrzałym rynkiem z zauważalnym spadkiem konsumpcji paliw z uwagi na zwiększający się udział

Wyniki segmentu detalicznego nie do powtórzenia w I kw. 2019 r.

Prognoza średniego wydobycia w 2019 r.





pojazdów elektrycznych w rynku.

- Dywidenda: Pod koniec marca (po publikacji raportu rocznego) zarząd wyda rekomendację odnośnie podziału zysku netto za 2018 r. i wypłaty dywidendy.

*Rekomendacja zarządu
ws. dywidendy w marcu
2019 r.*





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	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 Wtórny	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	maciej.sokolowski@raiffeisen.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
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@raiffeisen.pl
Adrian Cieślak		adrian.cieslak@raiffeisen.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

Autorzy: Lukas Cinikas



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

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



NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18 (dalej: BM) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM.

Raport jest udostępniany klientom bezpłatnie, 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. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM. i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BM 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 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 w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia jego sporządzenia 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. jest zabronione.

BM 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 jest strata z inwestycji.

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 porównywalnych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

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.

W celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym sporządzania rekomendacji, BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczone usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania, jest przekazywana klientom BM poprzez pocztę elektroniczną oraz jest zamieszczona na stronie internetowej Banku BGŻ BNP Paribas. Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

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