



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

PKN Orlen - 2Q'19

2019-07-19 15:27

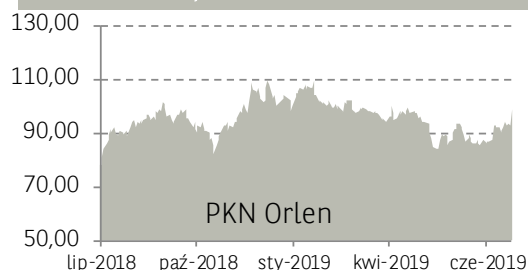


PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	98,78
Kapitalizacja (mln zł)	42 249,1
Free float	67,6%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	78,8
P/E	8,1
EV/EBITDA	5,76

Notowania spółki



WYNIKI 2Q19

PLNm	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	r/r	konsensus	różnica
Przychody	26 701	30 344	29 420	25 246	29 228	9,5%	28 903	1,1%
EBITDA	3 047	2 968	2 023	1 829	2 932	-3,8%	2 254	30,1%
EBITDA LIFO	2 127	2 405	2 089	2 014	2 732	28,4%	2 407	13,5%
Downstream	1 580	1 762	1 366	1 449	1 991	26,0%	-	-
Detal	677	723	917	676	859	26,9%	-	-
Wydobycie	82	86	69	94	83	1,2%	-	-
EBIT	2 374	2 291	1 326	996	2 086	-12,1%	1 435	45,4%
Zysk netto j.d.	1 744	2 063	897	849	1 602	-8,1%	1 228	30,5%

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

W dniu dzisiejszym spółka PKN Orlen opublikowała raport okresowy za II kwartał 2019 roku. Wyniki finansowe oceniamy bardzo pozytywnie, gdyż okazały się być lepsze od konsensusu rynkowego, co miało również wpływ na mocny wzrost kursu akcji podczas piątkowej sesji. Przychody grupy okazały się być o 9,5 proc. lepsze r/r, a najbardziej pozytywnie zaskoczył wynik EBITDA (o 30,1 proc. lepszy od konsensusu), EBIT (45,4 proc. lepszy od konsensusu) oraz wynik netto j.d. (30,5 proc. lepszy od konsensusu).

Lepsze od konsensusu wyniki finansowe, co wpłynęło na mocny wzrost kursu akcji

- **PRZYCHODY:** W drugim kwartale 2019 roku Grupa PKN Orlen wypracowała 29 228 mln zł przychodów, co stanowiło wzrost r/r na poziomie 9 proc. Polepszenie wyniku było min. pochodną wzrostów wolumenów sprzedaży w segmencie downstream (+2 proc. r/r) i detalicznym (+4 proc. r/r).
- **EBITDA LIFO:** raportowana EBITDA połączona z wyceną zapasów metodą LIFO wyniosła 2 732 mln zł (vs. 2 127 mln zł rok wcześniej). W wariacie porównawczym r/r, wszystkie główne segmenty operacyjne wniosły dodatnią kontrybucję do wyniku na poziomie: +411 mln zł (segment downstream), +182 mln zł (segment detaliczny), +1 mln zł (segment wydobywa).
- **Downstream:** segment wypracował 1 991 mln zł EBITDA LIFO vs. 1 580 mln zł w II kwartale 2018 roku. Pozytywnie na wyniki wpłynęły czynniki makro (+277 mln zł, głównie w efekcie poprawy marż rafineryjnych na lekkich i ciężkich frakcjach i marż petrochemicznych na niektórych produktach, przy niższym poziomie dyferencjału) oraz wzrost wolumenów sprzedaży (+508 mln zł, +2 proc. r/r, głównie za sprawą wzrostu sprzedaży paliw). Pomimo ograniczeń w

Wzrost przychodów pochodną wzrostu wolumenów sprzedaży w segmencie detalicznym i downstream

EBITDA LIFO lepsza we wszystkich segmentach operacyjnych

Downstream - wzrost wolumenów sprzedaży i pozytywne czynniki makro



dostawach ropy naftowej rurociągiem przyjaźń z którymi spółka borykała się w II kwartale b.r. udało się zwiększyć przerób ropy (z 7,5 do 8,3 mt r/r) oraz wykorzystanie mocy w rafineriach.

- o **Sprzedaż detaliczna:** EBITDA LIFO segmentu wyniosła 859 mln zł vs. 677 mln zł rok wcześniej (+26,9 proc. r/r). Za polepszenie wyniku odpowiadał głównie wzrost wolumenów sprzedaży (+4 proc. r/r, co dodało +34 mln zł do wyniku) oraz wzrost marż paliwowych i poza paliwowych (odpowiednio: +115 mln zł i +33 mln zł). Największy wzrost sprzedaży odnotowano w Czechach (+6 proc. r/r) i Niemczech (+4 proc. r/r). Grupa odnotowała wzrost udziałów na wszystkich pięciu rynkach działalności (najwięcej w Czechach o 1,3 pp, gdzie włączono do sieci Benzina stacje paliw przejęte od OMV). Na koniec kwartału grupa posiadała 2802 stacji (+20 r/r).
 - o **Wydobycie:** segment wypracował 83 mln zł EBITDA LIFO, co w konsekwencji oznacza symboliczny wzrost wyniku o 1 mln zł. Niska dynamika wyniku jest konsekwencją niesprzyjającego otoczenia makro (-21 mln zł, z uwagi na spadki cen gazu i ropy naftowej w ujęciu r/r) oraz spadku wolumenów sprzedaży (-2 mln zł r/r ze względu na nieplanowane przestoje technologiczne na instalacji w Kanadzie, co również wpłynęło na spadek średniego wydobycia ropy naftowej o 1 proc. r/r do poziomu 17,8 tys. boe/d).
- **EBIT:** W porównaniu do II kw. 2018 r. w mijającym kwartale grupa odnotowała wzrost kosztów zużycia materiałów i energii (+12 proc. r/r), co można wiązać min. z większym przerobem ropy naftowej w omawianym okresie. Znaczącemu wzrostowi uległa również pozycja kosztowa dot. podatków i opłat (709 mln zł vs. 351 mln zł rok wcześniej), która od początku roku zawiera również wartość opłaty emisyjnej obowiązującej od tego roku (-304 mln zł w II kw. 2019 r.). Spadkowi uległ również wynik na pozostałej działalności operacyjnej (99 mln zł vs. 320 mln zł rok wcześniej), co jest pochodną zmniejszenia wartości przychodów w tej linii (262 mln zł vs. 514 mln zł) z uwagi na rozliczenie rok wcześniej kar i odszkodowań. Powyższe czynniki wpłynęły na spadek zysku z działalności operacyjnej o 12 proc. r/r.
- **CASH FLOW:** W II kwartale b.r. grupa wygenerowała 3,5 mld zł środków pieniężnych z działalności operacyjnej vs. 1,9 mld zł rok wcześniej, co było konsekwencją min. dodatniej zmiany stanu kapitału pracującego w wyniku pozytywnego efektu na zapasach. W linii działalności inwestycyjnej wynik był podobny jak rok wcześniej (-675 mln zł vs. -647 mln zł). Grupa zwiększyła poziom ujemnych przepływów z działalności finansowej (-302 mln zł vs. -45 mln zł), co było konsekwencją min. większych płatności zobowiązań z tytułu leasingu. Z zaplanowanego na 2019 r. CAPEX-u na poziomie 5,0 mld zł, do połowy roku zrealizowano 34% kwoty (ponad połowę, tj. 59 proc. w segmencie downstream).
- **ZYSK NETTO:** W linii działalności finansowej grupy odnotowano dodatni wynik na poziomie +38 mln zł vs. 142 mln zł straty rok wcześniej, co było konsekwencją min. nadwyżki dodatnich różnic kursowych. Zysk netto j.d. spadł r/r o 8 proc. do poziomu 1 602 mln zł.

Detal - wzrost wolumenów sprzedaży i marż

Wydobycie niekorzystne makro i spadek wolumenów sprzedaży

Gorszy wynik na pozostałej działalności operacyjnej

Wzrost przepływów z działalności operacyjnej

Nadwyżka kursowych różnic

Wzrost marży segmentu downstream w pierwszej połowie lipca

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie telekonferencji wynikowej:

- **Outlook na III kwartał 2019 roku:** Oczekiwany jest wzrost marży rafineryjnej z dyferencjałem Brent-Ural (do połowy lipca marża wzrosła do 9,1 USD/bbl, tj. 1,5 USD/bbl więcej niż rok wcześniej, a dyferencjał wyniósł 1,8 USD vs. 0,5 w II kw. 2019 r.) w efekcie rosnącego zapotrzebowania na średnie destylaty oraz spadku popytu na ropę Ural na skutek zbliżającego się wprowadzenia regulacji IMO. Do 12 lipca 2019 r. W III kw. grupa notuje spadek marży petrochemicznej (846 EUR/t vs. 870 EUR/t rok wcześniej). Marża segmentu downstream wzrosła w III kw. do 13,1 USD/bbl (11,1



USD/bbl w II kw. b.r. i 12,8 USD/bbl w III kw. 2018 r.). Zarząd spodziewa się dobrego kwartału jeśli chodzi o poziomy produkcji.

- Połączenie z Lotos-em: Zarząd spodziewa się warunkowej zgody Komisji UE i zamknięcia transakcji do końca roku.
- Przerwy w dostawie ropy naftowej z Rosji: Spółka obecnie szacuje koszty dostaw zanieczyszczonej ropy i przerwy w dostawach paliwa. Ewentualne roszczenia będą skierowane do dostawców. Szkoda będzie obejmować również koszt logistyki dostaw zamiennego paliwa.
- Wysokie premie lądowe w II kw. 2019 r.: miały związek min. z ograniczeniem podaży z rafinerii Niemieckich i Białoruskich (efekt wstrzymania dostaw ropociągami z Rosji). Przedstawiciele spółki nie spodziewają się tak wysokich premii w kolejnych okresach.

Zamknięcie transakcji z Lotosem do końca roku

Wysokie premie lądowe mogą się nie powtórzyć



KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	tomasz.mazurek@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	maciej.sokolowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl
Adrian Cieślak	22 578 57 69	adrian.cieslak@bnpparibas.pl

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

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

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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

