

Przemysł rafineryjny: Bardzo duża zmienność ceny ropy

- **Wyniki finansowe branży w 3q20 były słabe**, EBITDA LIFO Orlenu pogorszyła się o 38% r/r, a Lotosu o 49% r/r. Otoczenie makroekonomiczne było trudne w tym okresie – modelowa marża downstream Orlenu wyniosła tylko 5,4 USD/bbl (-57% r/r), co w efekcie przełożyło się na stratę netto branży.
- **Kontynuacja spadku produkcji sprzedanej branży w 4q20 (-24% r/r; wykres 1) zapowiada ujemną dynamikę przychodów przemysłu rafineryjnego.** Również opublikowane wyniki Orlenu (ok. 2/3 przychodów branży; -16% r/r) i wstępne Lotosu (-27% r/r) sugerują spadek przychodów branży w 4q20.
- Średnia cena ropy w 4q20 była na stosunkowo niskim poziomie (+3% q/q i -32% r/r). Na początku listopada'20 (rozpoczęcie II fali pandemii) notowania tego surowca zanotowały minimum poniżej 35 USD/bbl i od tego momentu znajdują się w silnym trendzie wzrostowym – w lutym'21 został przekroczony poziom 60 USD/bbl, co oznacza, że **cena ropy jest wyższa niż przed rozpoczęciem pandemii**. Od 1q21 wzrost notowań ropy przyczyni się do znaczącego wzrostu kosztów branży i pośrednio przychodów, choć możliwe, że w mniejszym stopniu. W 4q20 koszty i przychody nadal powinny być znacząco niższe r/r.
- **Konsumpcja paliw w Polsce zmniejszyła się o 6% r/r w 4q20** (w porównaniu do -2% w 3q20). Zużycie benzyny ma wysoką zmienność w ostatnich kwartałach (+2% r/r w 3q20 i -9% w 4q20). Z kolei tempo spadku konsumpcji ON jest stabilne (-4% r/r w 3q20 i 4q20). Kolejna fala pandemii i ograniczenia ruchu turystycznego mocno przekładają się na zmniejszenie pasażerskiego ruchu lotniczego (-75% w 3q20), co determinuje popyt na paliwo lotnicze. Te same czynniki wpływają na zmniejszenie konsumpcji paliw (głównie benzyny). **Niski zysk netto Orlenu i znaczące obniżenie EBITDA LIFO Lotosu w 4q20 sugerują kontynuację słabych rezultatów finansowych branży.**
- Notowania giełdowe rafinerii prawdopodobnie dyskontują spadek przychodów branży i niskie marże (wykres 2 i 3).

Departament Analiz Ekonomicznych
analizy.sektorowe@pkobp.pl

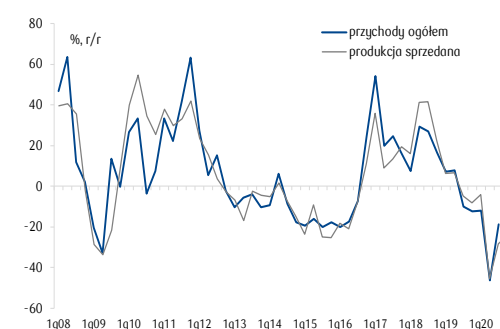
Zespół Analiz Sektorowych

Filip Romanowski
 tel. 22 521 87 39

@PKO_Research

www.pkobp.pl/centrum-analiz

Wykres 1. Produkcja branży vs przychody*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski
 * przychody ogółem 3q20; produkcja sprzedana 4q20

Wskaźniki finansowe branży

	jedn.	3q19	4q19	1q20	2q20*	3q20	2q20 (r/r)	3q20 (r/r)
Przychody ogółem	mln zł	41 604	38 920	33 099	23 831	33 835	-46,2	-18,7
Przychody z eksportu w przychodach ogółem	%; pp	25,8	25,8	22,8	22,8	12,9	-1,4	-12,9
Koszty ogółem	mln zł	40 144	37 740	38 011	23 692	31 756	-37,4	-20,9
Wydatki inwestycyjne	mln zł	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd
Wynik finansowy netto	mln zł	1 210	978	-4 408	3 918	-2 062	1 300	-3 273
Stopa zysku netto	%; pp	2,91	2,51	-13,32	16,44	-6,10	16,4	-9,0
Podwyższona płynność	x	bd	bd	bd	bd	bd	x	x
Rotacja zobowiązań	dni	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd

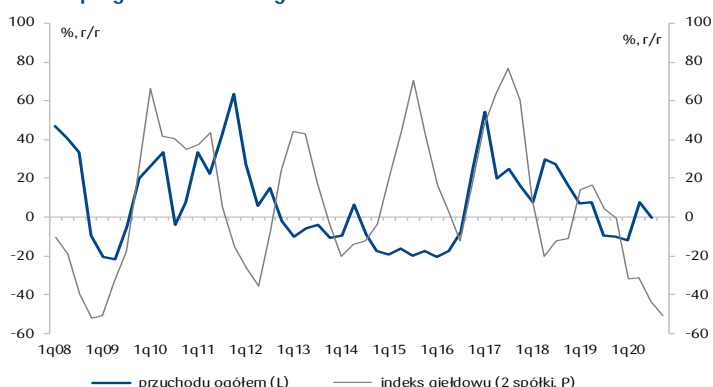
Źródło: baza PONT Info. GOSPODARKA na podstawie danych GUS, firmy o liczbie pracujących 50 i więcej osób; PKO Bank Polski; zmiana r/r w jednostkach referencyjnych, z wyjątkiem przychodów i kosztów (% r/r). *Znaczący pozytywny wpływ zdarzeń jednorazowych na zysk netto

Wskaźniki wybranych spółek

	3q20 (r/r)	4q20 (r/r)
Orlen		
Przychody	-18%	-16%
Skor. EBITDA LIFO*	-38%	93%
Wynik finansowy netto	-46%	0%
Lotus[^]		
Przychody	-32%	-27%
Skor. EBITDA LIFO*	-49%	-69%
Wynik finansowy netto	98%	bd

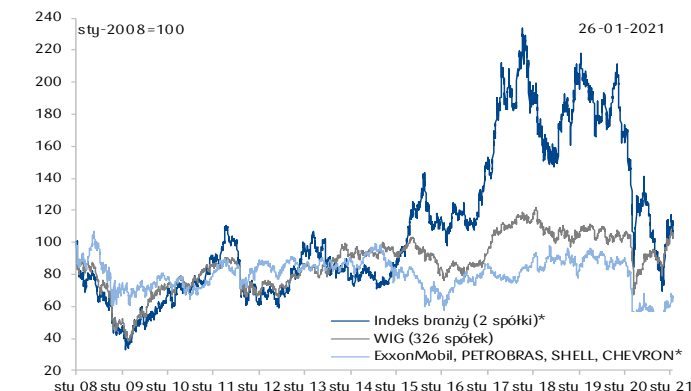
Źródło: spółki; PKO Bank Polski; *EBITDA bez uwzgl. zmian wartości zapasów i zdarzeń jednorazowych; [^]4q20 dane wstępne.

Wykres 2. Zmiana notowań wybranych spółek giełdowych vs dynamika przychodów branży



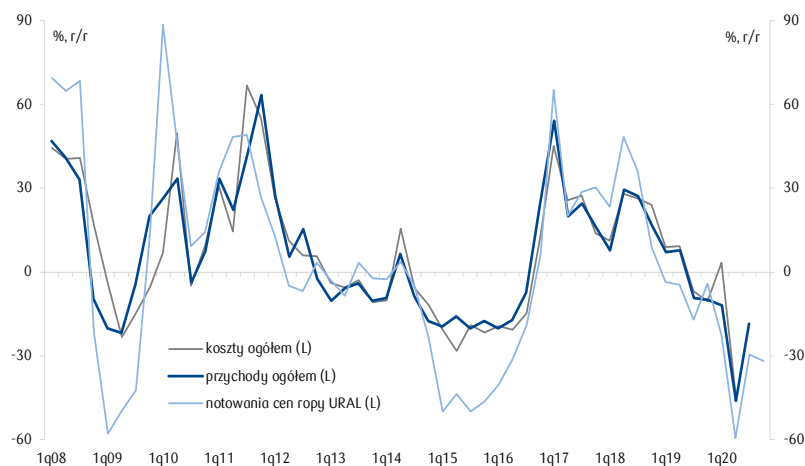
Źródło: GPW, GUS, PKO Bank Polski

Wykres 3. Notowania indeksu branży* vs benchmark zagraniczny vs WIG



Źródło: GPW, Reuters, PKO Bank Polski; * skład indeksu por. Aneks

Wykres 4. Zmiany przychodów vs zmiany notowań ropy naftowej

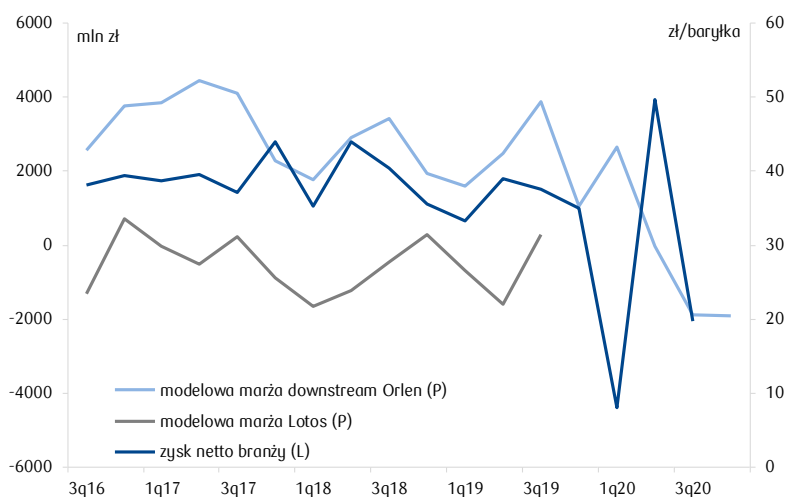


Źródło: GUS, Reuters, PKO Bank Polski

Przedstawione na wykresie znaczące spadki ceny ropy są już przeszłością. Na początku listopada'20 (rozpoczęcie II fali pandemii) ceny tego surowca zanotowały minimum poniżej 35 USD/bbl i od tego momentu znajdują się nieustannie w trendzie wzrostowym – w lutym'21 został przekroczony poziom 60 USD/bbl. Średnia cena w 4q20 była jeszcze na stosunkowo niskim poziomie (+3% q/q i -32% r/r).

Od 1q21 wzrost notowań ropy przyczyni się do znaczącego wzrostu kosztów branży i pośrednio przychodów, choć możliwe, że w mniejszym stopniu. W 4q20 koszty i przychody nadal powinny być znacząco niższe r/r.

Wykres 5. Zmiana wyniku finansowego netto vs modelowe marże głównych polskich producentów



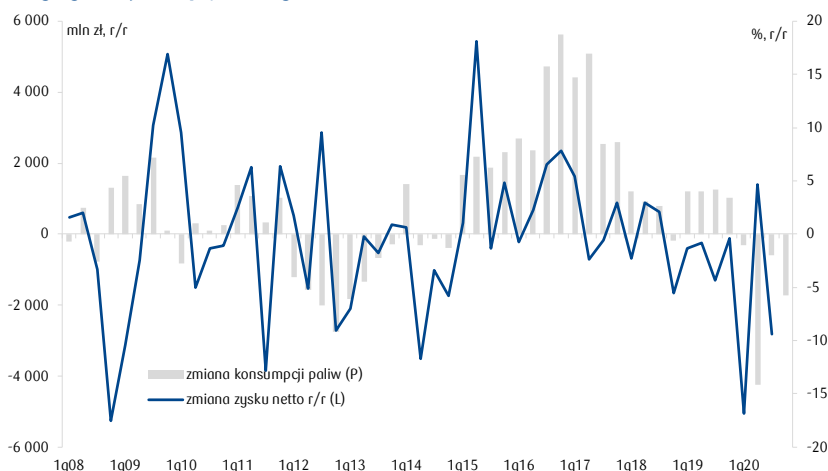
Źródło: Orlen, Lotos, GUS, PKO Bank Polski

Modelowa marża downstream Orlenu utrzymała się w 2h20 na niskim poziomie – poniżej 6 USD/bbl. Zmniejszenie podaży ropy, w szczególności przez kraje OPEC, powoduje wzrost kosztów. Jednocześnie niski popyt na wyroby rafinerijne zwiększa presję na uzyskiwane przez przedsiębiorstwa marże.

Lotos tymczasowo zawiesił publikowanie marży ze względu na zmianę miksu produktowego.

Gdyby nie znaczące pozytywne zdarzenie jednorazowe w 2q20 to wynik finansowy branży byłby znacznie gorszy.

Wykres 6. Zmiana zysku netto vs zmiany konsumpcji paliw płynnych (benzyny, oleju napędowego i LPG)



Źródło: POPIHN, PKN Orlen, PKO Bank Polski

Konsumpcja paliw w Polsce zmniejszyła się o 6% r/r w 4q20 (w porównaniu do -2% r/r w 3q20). Zużycie benzyny ma wysoką zmienność w ostatnich kwartałach (+2% r/r w 3q20 i -9% w 4q20). Z kolei tempo spadku konsumpcji ON jest stabilne (-4% r/r w 3q20 i 4q20).

Kolejna fala pandemii i ograniczenia ruchu turystycznego mocno przekładają się na zmniejszenie pasażerskiego ruchu lotniczego (-75% w 3q20), co determinuje popyt na paliwo lotnicze. Te same czynniki wpływają na zmniejszenie konsumpcji paliw (głównie benzyny).

Aneks: Skład indeksu giełdowego branży oraz benchmark zagraniczny

Indeks branży	Indeks krajowy (GPW)	Benchmark zagraniczny
Przemysł rafineryjny	2 spółki: Grupa LOTOS, PKN ORLEN,	<p>ExxonMobil - jedna z większych światowych spółek giełdowych notowanych w obrocie publicznym pod względem kapitalizacji rynkowej (ok. 345 mld USD); dzienna zdolność produkcyjna to ponad 5 mln baryłek ekwiwalentu ropy naftowej; spółka utworzona w 1999 przez połączenie Exxon i Mobil z siedzibą w Teksasie; posiada 69.6% udziałów w kanadyjskim koncernie Imperial Oil.</p> <p>Petrobras - brazylijski koncern naftowy z siedzibą w Rio de Janeiro, zajmujący się wydobywaniem i przetwórstwem ropy naftowej (dzienna zdolność produkcyjna ok. 1,5 mln baryłek) oraz wydobywaniem i przesyłem gazu ziemnego.</p> <p>SHELL - brytyjsko-holenderski koncern petrochemiczny, o łącznym potencjale produkcji ok. 4 mln baryłek dziennie, zajmujący się głównie wydobywaniem gazu ziemnego i ropy naftowej oraz ich przesyłem, przetwórstwem, dystrybucją i sprzedażą. W 2016 Royal Dutch Shell sfinalizował fuzję (za ok. 70 mld USD) z firmą wydobywczą BG Group (jeden z największych brytyjskich producentów i sprzedawców LNG).</p>

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl 22 521 80 84

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl 22 521 81 23

Michał Koleśnikow michal.kolesnikow@pkobp.pl 22 521 81 23
Aleksandra Balkiewicz-Żerek aleksandra.balkiewicz-zerek@pkobp.pl 22 521 56 59
dr Mariusz Dziwulski mariusz.dziwulski@pkobp.pl 22 521 81 88
Piotr Krzysztofik piotr.krzysztofik@pkobp.pl 22 521 81 25
Filip Romanowski filip.romanowski@pkobp.pl 22 521 87 39
Anna Senderowicz anna.senderowicz@pkobp.pl 22 521 81 24
Karolina Sędzimir karolina.sedzimir@pkobp.pl 22 521 81 28

Zespół Analiz Nieruchomości

analizy.nieruchomosci@pkobp.pl 22 521 51 80

Wojciech Matysiak wojciech.matysiak@pkobp.pl 22 521 51 80
dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl 22 521 81 22
Aleksandra Majek aleksandra.majek@pkobp.pl 22 521 80 84
Marcin Morawiecki marcin.morawiecki@pkobp.pl 22 521 72 24
Katarzyna Piętka-Kosińska katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl 22 521 65 15

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

Materiał zatwierdził: Michał Koleśnikow

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.