wtorek, 14 marca 2017 | komentarz specjalny

PGNiG – Strategia negatywnie zaskakuje prognozami

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 7,25 PLN | cena bieżąca: 6,27 PLN

PGN PW; PGN.WA | Paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Zarząd PGNiG przedstawił zaktualizowaną strategię na lata 2017-22 z perspektywą na okres 2023-26. Największym zaskoczeniem jest oczekiwany średnioroczny poziom EBITDA szacowany w okresie 2017-22 na średniorocznym poziomie 5,6 mld PLN, czyli wyraźnie niższym niż w latach 2015-16 (6,7 mld PLN po korekcie o odpisy aktywów), kiedy warunki makro w segmencie wydobywczym były znacznie słabsze niż te zakładane przez PGNiG w strategii. Te szacunki są tym bardziej niezrozumiałe w kontekście zapowiedzianego znacznego wzrostu CAPEX (5,7 mld PLN średniorocznie wobec 3,7 mld PLN naszej prognozy i 3 mld PLN w latach 2015-16 (bez akwizycji), który ma pozwolić w tym okresie na zwiększenie wolumenu wydobycia o 41% i bazy aktywów w dystrybucji o 4 mld PLN. Spółka wspomina również o wzroście wolumenów w obrocie hurtowym gazu i utrzymanie pozycji w detalu mimo liberalizacji rynku. Zarząd planuje również obniżenie kosztów centrum korporacyjnego o 10%. Wydaje się, że kluczowa dla oceny podanych celów finansowych może być zaplanowana na godzinę 10:00 konferencja spółki, gdzie Zarząd odniesie się zapewne do źródeł tak ultra konserwatywnych prognoz. Do tego czasu rynek może reagować dość nerwowo. W naszej opinii będzie to jednak okazja do kupna, gdyż bieżące otoczenie makroekonomiczne i regulacyjne wskazuje na potencjał poprawy wyników r/r, a cel 5,6 mld PLN EBITDA nie koresponduje z tendencjami obserwowanymi obecnie w kluczowych obszarach działalności koncernu. Prawdopodobnie Zarząd założył w swoich prognozach znaczne straty na kontraktach długoterminowych w związku z przyjętym scenariuszem „rozejścia się" notowań gazu i ropy. W kontekście wczorajszej propozycji ugody KE z Gazpromem taki scenariusz wydaje się jednak mało prawdopodobny.

CAPEX

CAPEX w latach 2017-22 ma łącznie wynieść 34 mld PLN (nasza prognoza 22,3 mld PLN), czyli **5,7 mld PLN średniorocznie (nasza prognoza 3,7 mld PLN).** W rozbiciu na segmenty: 15 mld PLN przypada na wydobycie (2,5 mld PLN średniorocznie wobec 1,4 mld PLN naszej prognozy i średnio 1,4 mld PLN w 2015-16), 10 mld PLN na dystrybucję (1,7 mld PLN średniorocznie wobec 1,37 mld PLN naszej prognozy i średnio 1,15 mld PLN w 2015-16) i 5 mld PLN na energetykę (0,8 mld PLN średniorocznie wobec 0,4 mld PLN naszej prognozy i średnio 0,4 mld PLN w 2015-16). Dodatkowo Zarząd przewidział pulę 4 mld PLN na inne projekty rozwojowe w ramach obszarów działalności PGNiG.

- **Wydobycie – różnica 6,5 mld PLN** vs. nasze prognozy wynika z planowanego **zwiększenia w perspektywie 2022 roku zasobów 2P o 35%** z 896 mln boe do 1208 mln boe głównie za granicą (rynkowy koszt przy 6-7 USD/2P boe to około 7,6-8,9 mld PLN), a co za tym idzie **również produkcji o 41%** do 55 mln boe z 39 mln boe (+10% w kraju i 2,4-krotnie za granicą), podczas gdy my w naszych prognozach zakładamy stabilne 39-40 mln boe rocznie.
- **Dystrybucja – wyższe nakłady na aktywa sieciowe o 1,8 mld PLN przełożą się na wzrost WRA** i będą wynagradzane w taryfie.
- **Energetyka** – w tym wypadku różnica 2,7 mld PLN wymaga komentarza ze strony Zarządu; być może są tu wliczone przejęcia sieci ciepłowniczych co zostało wspomniane na prezentacji – my zakładamy tylko gazowy blok na Żeraniu.

Cele operacyjne

- **Wydobycie – obniżenie kosztów poszukiwawczych i utrzymanie kosztów wydobycia** na obecnym poziomie plus wspomniane wcześniej zwiększenie wolumenów o 41% w perspektywie 2022 roku (po roku 2022 Zarząd chce jeszcze zwiększyć wydobycie w Norwegii o 2,5 mld m^3 gazu) – my zakładamy płaskie koszty i płaskie wolumeny.
- **Dystrybucja** – **zwiększenie wolumenów o 16% w okresie 2017-22** poprzez intensyfikację rocznych przyłączeń (+17%) – kluczowy dla rentowności jest poziom WRA, a ten determinują inwestycje.
- **Obrót – wzrost wolumenów w hurcie o 7%** (strategiczni odbiorcy i rynki ościenne) i **utrzymanie wolumenów w detalu mimo liberalizacji rynku**. Dywersyfikacja dostaw. Optymalizacja działalności magazynowej. My zakładamy systematyczny spadek udziałów PGNiG w detalu poniżej 50% rynku w roku 2025.
- **Energetyka** – wzrost sprzedaży energii o 2,3 TWh, co odpowiada nowej inwestycji na Żeraniu (wzrost brutto powinien być większy, ale PGNiG zastąpi zapewne własną produkcją część zakupów zewnętrznych), którą również uwzględniamy w prognozach.
- **Centrum korporacyjne** – obniżenie **kosztów OPEX o 10%** – trudno skwantyfikować tę kwotę, gdyż nie wiadomo do jakiej bazy się odnosi.

Otoczenie makro

- **Ceny ropy 55 USD/Bbl w 2017-19** i wzrost do 70 USD/Bbl w 2022 i do 90 USD/Bbl w 2026 (nasza prognoza 60 USD w 2017, 70 USD w 2018 i 75 USD od 2019 roku).
- **Ceny gazu** 80 PLN/MWh w 2017-19, później **spadek do 60 PLN/MWh w 2022** (nadwyżka na rynku LNG) i wzrost do 98 PLN/MWh w 2026 roku (nasze prognozy to 85 PLN/MWh w 2017, 94 PLN/MWh w 2018 roku i 90 PLN/MWh w latach kolejnych).
- Ceny energii 155 PLN/MWh w 2017, później spadek do 150 PLN/MWh w 2022 roku i wzrost do 170 PLN/MWh w 2026 roku (nasze prognozy do roku 2022 zakładają średnio 166 PLN/MWh).

Cel EBITDA

Zagregowane 33,7 mld PLN w latach 2017-22, czyli **5,6 mld PLN średniorocznie wobec 6,7 mld PLN** oczyszczonego strumienia EBITDA **w latach 2015-16** i **7,9 mld PLN w naszych prognozach** 2017-22 (**konsensus** na lata 2017-20 zakłada **6,9 mld PLN** średniorocznie). Dodatkowo, spółka podała cel średnioroczny na lata 2023-26 na poziomie 9,3 mld PLN. Prognozy te są mocno rozczarowujące i zapewne wynikają z założeń makro, które rzutują przede wszystkim na ujemne wyniki na kontraktach długoterminowych.

Przypominamy, że **w 2016 roku przy cenach gazu 62 PLN/MWh i ropy 44 USD/Bbl spółka wypracowała 6,7 mld PLN skor. EBITDA** (po korekcie o odpisy aktywów, ale bez oczyszczania o 0,3 mld PLN odpisów na negaty). Na rok 2022 PGNiG zakłada porównywalne ceny gazu i wzrost cen ropy do 70 USD/Bbl przy wolumenach wyższych o 41%. **Nawet jeśli w EBITDA uwzględnimy koszty podatku od węglowodorów** w Polsce (my w modelu zakładamy około 300 mln PLN od 2020 roku) **i wzrost kosztów negatów o 0,3 mld PLN** proporcjonalnie do wzrostu CAPEX (założenie konserwatywne, bo znaczna część przyrostu nakładów to zapewne akwizycje zagranicznych złóż) **to sama zmiana cen ropy** (+0,5 mld PLN) **równoważy te dodatkowe obciążenia**, nie licząc wspomnianych wolumenów (przy średniej rentowności na boe z roku 2016 implikowałyby one dodatkowe 1,0-1,3 mld PLN EBITDA). Do tego trzeba doliczyć wzrost WRA w dystrybucji (przy nakładach 10 mld PLN szacujemy go na 4 mld PLN, co implikuje zmianę zwrotu z WRA o 0,2 mld PLN) i realny wzrost wyników w elektroenergetyce (przejęcie SEJ i nowy blok na Żeraniu). Konserwatywnie zakładamy jednocześnie negatywny wpływ urealnienia WACC w taryfie dystrybucyjnej (-0,3 mld PLN bez uwzględniania ostatnich wzrostów rentowności obligacji) i niższe wyniki w obrocie (-0,4 mld PLN mimo liberalizacji rynku z uwagi na brak jednorazowych zdarzeń związanych z rekordowymi wolumenami), ale i tak poziom 5,6 mld PLN zapowiedziany przez Zarząd wydaje się w takich kalkulacjach nieosiągalny, szczególnie że jest to poziom średnioroczny, a w latach 2017-19 Spółka założyła wyższe ceny gazu. **Prawdopodobnie Zarząd założył w swoich szacunkach duże straty na kontrakcie katarskim** w związku z prognozą rozejścia się cen ropy i gazu (ropa 70 USD/Bbl, a gaz 60 PLN/MWh), które w takim scenariuszu przy braku zmian w formule mogłyby rzeczywiście sięgnąć nawet ponad 1 mld PLN. **Być może analogiczne założenia przyjęto dla kontraktu jamalskiego**, gdzie w takim scenariuszu (50% indeksacji do cen ropy) strata mogłaby sięgać 3 mld PLN (w tym wypadku jednak zwracamy uwagę na toczące się postepowanie arbitrażowe i wczorajszą propozycję ugody KE z Gazpromem zobowiązującą rosyjski koncern do urynkowienia formuł dla krajów regionu).

Bilans i dywidenda

Poziom zadłużenia netto w relacji do wyniku EBITDA powinien pozostać w całym okresie na poziomie poniżej 2,0x, przy utrzymaniu dotychczasowej polityki dywidendowej zakładającej wypłatę do 50% skonsolidowanego zysku netto Grupy.

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfleiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PBKM, Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl