



wtorek, 18 marca 2014 | aktualizacja raportu

PGNiG: trzymaj (podtrzymana)

PGN PW; PGN.WA | Paliwa, Polska

Konsensus będzie się obniżał

PGNiG było jedną z najgorzej zachowujących się spółek z indeksu WIG20 w ujęciu YTD, a od zeszłorocznych szczytów akcje spadły już ponad 30%. Zgodnie z dotychczas prezentowanym stanowiskiem traktujemy to jednak jako normalizację wyceny i dostosowanie do fundamentów oraz profilu ryzyka (60% strumienia EBITDA z E&P), a nie okazję do kupna. Nadal czekamy bowiem na kolejne etapy liberalizacji polskiego rynku, które w połączeniu z mocnym spadkiem cen gazu w Europie i otwierającymi się nowymi przepustowościami importowymi mogą stwarzać zagrożenie dla rentowności koncernu (również dla naszych bazowych prognoz). Proces co prawda się opóźnia, ale jego materializacja wydaje się nieuchronna i z decyzją inwestycyjną radzimy wstrzymać się do czasu krystalizacji jednostkowej ceny sprzedaży gazu w nowej rzeczywistości. Dodatkowym obciążeniem dla kursu może być również perspektywa obniżania się konsensusu, który obecnie kształtuje się 12% powyżej naszych szacunków. Utrzymujemy rekomendację trzymaj, obniżając cenę docelową do 4,62 PLN z 5,30 PLN poprzednio.

Ryzyka liberalizacji coraz bardziej dostrzegane

Powoli proces liberalizacji rynku gazu nabiera tempa i krystalizują się główne ryzyka, z jakim będzie musiało się zmierzyć PGNiG. W naszej opinii oblige giełdowe połączone z otwierającymi się kanałami importowymi (rewers, ponowna aukcja na „Lasów”, terminal LNG) może doprowadzić do spadku cen gazu w Polsce, szczególnie że aktualne notowania giełdowe w Niemczech kształtują się 13% poniżej taryfy PGNiG. Po zniesieniu aktualnych barier (obowiązek dywersyfikacyjny, taryfowanie, zobowiązania długoterminowe w umowach) koncern może szybko stracić istotną część rynku, szczególnie dużych odbiorców, co będzie oznaczać problem ze zbilansowaniem portfela (wg naszych szacunków w latach 2015-17 nadwyżka paliwa w kontraktach PGNiG może wynieść nawet do 3 mld m³), a jednocześnie nie przyniesie automatycznego wzrostu marż w detalu. Nadal ryzykiem pozostaje też kontrakt katarski, który bez renegocjacji implikowałby około 400-500 mln PLN ujemnej marży rocznie.

Prognoza 2014 vs. konsensus

Ogłoszona prognoza EBITDA rozzaczowała rynek (1 mld PLN odchylenia od konsensusu), ale część obserwatorów uznała ją za przejaw zbytnej zachowawczości nowego Zarządu. Oczywiście można dyskutować, co do założeń cen ropy (tylko 100 USD/bbl), ale z kolei przyjęta prognoza cen gazu TTF odbiega od rzeczywistości in plus (26 EUR/MWh vs. obecne 23,5 EUR/MWh). Dodatkowo trzeba uwzględnić fakt, że w tym roku w portfelu PGNiG spadnie udział tańszego gazu z kierunku zachodniego i mogą pojawić się wyższe koszty nieudanych odwiertów (wzrost budżetu na poszukiwania). Wyższy może być także oczyszczony wynik dystrybucji z uwagi na wysokie temperatury w kluczowym 1Q. Podobnie będzie wyglądać sytuacja PGNiG Termika, gdzie dodatkowo problemem będzie spadek cen energii. Słaby wynik 4Q'13 poddał także w wątpliwość zaskakujące niskie koszty wydobycia z wcześniejszych kwartałów. W tym kontekście nie oczekujemy znacznego przekroczenia oficjalnej prognozy Zarządu na poziomie EBITDA.

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	28 730,0	32 120,0	31 483,3	30 176,0	30 359,6
EBITDA	4 609,0	5 612,0	6 104,0	6 192,0	6 150,8
marża EBITDA	16,0%	17,5%	19,4%	20,5%	20,3%
EBIT	2 540,0	3 149,0	3 635,3	3 767,0	3 641,3
Zysk netto	2 242,0	1 918,0	2 617,2	2 708,0	2 644,5
DPS	0,00	0,13	0,13	0,22	0,23
P/E	11,8	13,8	10,1	9,8	10,0
P/CE	6,1	6,0	5,2	5,2	5,1
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,5	5,6	5,1	5,0	5,1
DYield	0,0%	2,9%	2,9%	4,9%	5,1%

Cena bieżąca	4,49 PLN
Cena docelowa	4,62 PLN
Kapitalizacja	26,5 mld PLN
Free float	7,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	47,36 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	72,40%
Pozostali	27,60%

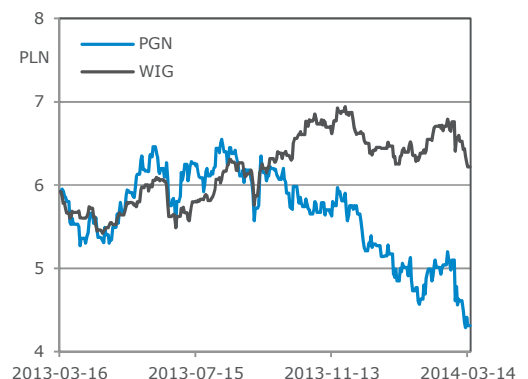
Strategia dotycząca sektora

Aktualnie polski rynek gazu znajduje się w fazie liberalizacji (kolejne kategorie klientów będą wychodzić spod reżimu taryfowego) i otwarcia na rynki ościenne (udostępnianie nowych przepustowości importowych). Te procesy to główne wyzwania stojące przed PGNiG w najbliższych miesiącach. Dodatkowym problemem dla segmentu wydobywczego mogą być obserwowane obecnie negatywne tendencje w cenach gazu w Europie.

Profil spółki

PGNiG jest największą w Polsce spółką w sektorze gazu ziemnego o rocznej sprzedaży ponad 14,8 mld m³ gazu. Koncern wydobywa rocznie 4,6 mld m³ gazu i 1,1 mln ton ropy naftowej rocznie (w tym zagraniczne projekty E&P, z których najważniejszy jest norweski Skarv). Ważnym segmentem działalności jest także dystrybucja gazu w oparciu o własną infrastrukturę. PGNiG jest również obecne w obszarze produkcji energii elektrycznej i ciepła.

Kurs akcji PGN na tle WIG



Analityk:

Kamil Kliszcz
+48 22 697 47 06
kamil.klischcz@mdm.pl

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**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

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 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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.

Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 S.A. 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 zastosowanych w rekomendacji:

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółki

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2013-09-09	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	5,72	4,96
WIG w dniu rekomendacji	46717,04	50605,74

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 697 47 38
michal.marczak@mdm.pl
strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszczyk
wicedyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.kliszczyk@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 697 47 37
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigel
tel. +48 22 697 49 64
pawel.szpigel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybała
tel. +48 22 697 47 01
piotr.zybała@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Dudziński
dyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz
tel. +48 22 697 48 47
matthias.falkiewicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

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

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

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl