Paliwa

Polska

PGNiG

PGNI.WA; PGN PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Kamil Kliszcz
(48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl

Oczyszczone wyniki powyżej prognoz

Obecna cena: 3,74 PLN; Cena docelowa: 4,40 PLN

Wyniki PGNiG za 4Q'2010 zostały zaburzone przez czynniki jednorazowe, zarówno pozytywne jak i negatywne (saldo na tej pozycji wyniosło +441 mln PLN), ale po oczyszczeniu okazały się lepsze od naszych szacunków na poziomie EBIT o 95 mln PLN, czyli niecałe 12%. W naszej opinii perspektywy na 1Q'2011 również wyglądają obiecująco, gdyż spread na gazie importowanym nie pogorszył się jeszcze znacząco (z -30 PLN/tys.m3 do -105 PLN/tys.m3), Spółka powinna korzystać na hedgingu towarowym oraz wysokich cenach ropy w segmencie wydobywczym i sezonowo mocnym rezultacie w dystrybucji. Kluczowa dla sentymentu wokół akcji PGNiG może być jednak najbliższa decyzja URE w sprawie taryfy na okres kwiecień-maj, bo choć te miesiące nie są kluczowe z punktu widzenia wyniku rocznego to będzie to stanowić wskaźnik restrykcyjności regulatora ważny z punktu widzenia 4Q'2011.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy PGNiG

(mln PLN)	IVQ 2010	IVQ 2009	zmiana	IVQ 2010P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	2010	2009	zmiana
Przychody	6 637,6	5 656,4	17,3%	6 688,5	-0,8%	6 716,0	-1,2%	21 281,2	19 331,5	10,1%
EBITDA	1 758,4	1 932,5	-9,0%	1 194,0	47,3%	-	-	4 411,4	2 871,1	53,7%
marża EBITDA	*26,5%*	*34,2%*	-	*17,9%*	-	-	-	*20,7%*	*14,9%*	-
EBIT	1 344,7	1 545,7	-13,0%	809,0	66,2%	922,0	45,8%	2 886,7	1374,9	110,0%
Zysk brutto	1 351,0	1 556,5	-13,2%	837,4	61,3%	-	-	2 936,1	1483,2	98,0%
Zysk netto	1 117,4	1 310,9	-14,8%	678,3	64,8%	757,0	47,6%	2 453,7	1235,2	98,6%

Źródło: PGNiG, szacunki DI BRE

Segment dystrybucji - odwrócenie odpisów, wzrost WRA

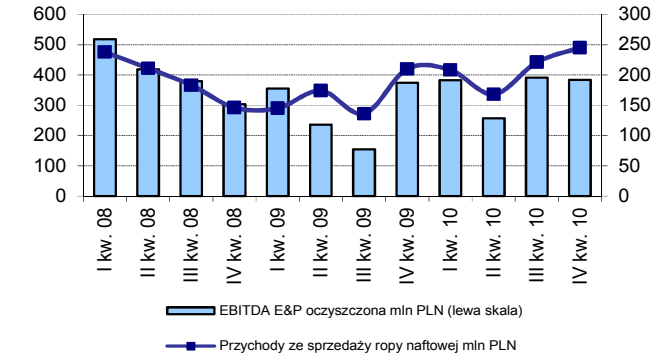
Wynik operacyjny segmentu dystrybucji w 4Q'2010 wyniósł aż 967 mln PLN, ale wpływ na to miało rozwiązanie odpisów na aktywa przesyłowe w kwocie 659 mln PLN. Bez tego zdarzenia jednorazowego EBIT wyniósłby 308 mln PLN vs. zakładane przez nas 295 mln PLN i 293 mln PLN w 4Q'2009. Warto zwrócić uwagę, że pozytywne odchylenie zanotowano mimo wzrostu amortyzacji q/q o 17 mln PLN. W całym 2010 roku obszar dystrybucji gazu wypracował rekordowy wynik 832 mln PLN vs. 592 mln PLN w 2009 roku i 418 mln PLN w 2008 roku. Systematyczna poprawa rezultatów w tym obszarze powinna być kontynuowana również w kolejnych latach czemu sprzyja polityka URE, nastawionego na wspieranie inwestycji w infrastrukturę. Po dokonanej aktualizacji w 4Q i uwzględnieniu inwestycji netto wartość aktywów segmentu na koniec 2010 roku wyniosła 12,2 mld PLN vs. 11 mld PLN na koniec 2009 roku. Jest to ważne z uwagi na fakt, że system taryf dystrybucyjnych jest właśnie oparty o zwrot z WRA (wartość regulacyjna aktywów). W 2008 roku średni zwrot z aktywów wyniósł 4,3%, w 2009 roku 5,5%, a w 2010 7,1%, co pokazuje jaki jest jeszcze potencjał wzrostu wyników tego segmentu aby osiągnąć docelowy poziom WACC w okolicach 9% (implikowany EBIT przy takim zwrocie to około 1,1 mld PLN). Kolejnym krokiem do zbliżania się do tego celu będzie wniosek taryfowy PGNiG, który zostanie złożony na okres od 1 czerwca br.

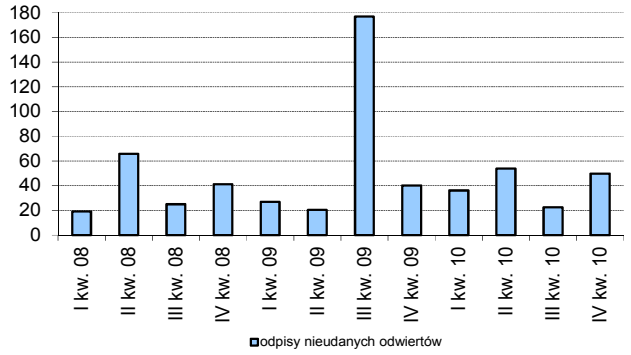
Segment wydobywczy - negatywne one-offy, znaczna poprawa w 1Q'2011

Obszar wydobywczy wypracował w ostatnim kwartale 2010 roku zaledwie 2 mln PLN zysku operacyjnego vs. zakładane przez nas 160 mln PLN i 246 mln PLN w 3Q'2010. Ostatecznie, zgodnie z naszymi wstępnymi kalkulacjami, było to związane z czynnikami jednorazowymi które przekroczyły -200 mln PLN. W ujęciu q/q złożyły się na to odpisy na aktywa w Norwegii (75 mln PLN), odpisy na aktywa w budowie w Polsce (74 mln PLN) oraz różnice kursowe na -69 mln PLN zanotowane na zamykanych pozycjach CIRS (swapy zapadały w 4Q podczas gdy pożyczka w NOK, którą zabezpieczały została skonwertowana na kredyt bankowy oparty na rezerwach ropy). Po oczyszczeniu wynik operacyjny segmentu przekroczyłby 220 mln PLN, a więc byłby wyższy od naszych prognoz o 60 mln PLN. To odchylenie można wytłumaczyć niższymi odpisami na nieudane odwierty (50 mln PLN, a my zakładaliśmy 100 mln PLN na tej pozycji). Przypominamy, że odpisy na suche odwierty (wspomniane wcześniej one-offy wynikają z prowadzonych raz do roku testów na utratę wartości) nie powinny być traktowane jako zdarzenia jednorazowe, a standardowymi kosztami operacyjnymi o dużej zmienności (zależą po prostu od natężenia prac poszukiwawczych i ich trafności). W całym 2010 roku koszty w tej kategorii wyniosły 162 mln PLN vs. 264 mln PLN w 2009 roku i 151 mln PLN w 2008 roku. W naszych prognozach na 2011 konserwatywnie uwzględniamy z tego tytułu -283 mln PLN w związku z natężeniem prac poszukiwawczych na koncesjach łupkowych, ale mimo tego uważamy że wyniki segmentu w związku z wyższymi średnimi cenami ropy, poprawą rentowności w usługach geologicznych oraz oczekiwanymi podwyżkami taryf (gaz sprzedawany bezpośrednio ze złóż) EBIT segmentu powinien być wyraźnie lepszy niż ten wypracowany w 2010 roku, zarówno raportowany (587 mln PLN), jak i oczyszczony (805 mln PLN). Zwracamy uwagę, że tylko wyższa średnia cena Brent może dołożyć ponad 150 mln PLN marży.

Dom Inwestycyjny BRE Banku 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 na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Wyniki segmentu wydobywczego oraz skala odpisów na nieudane odwierty w ujęciu kwartalnym



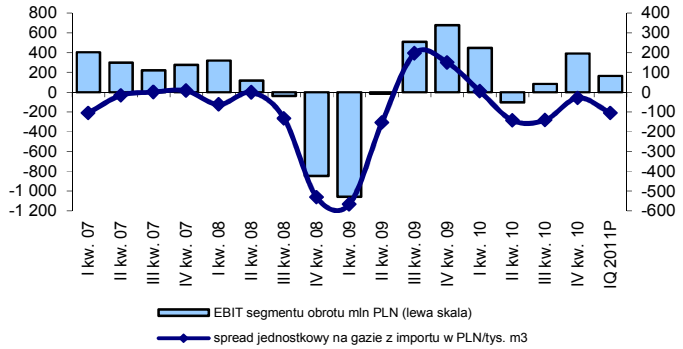


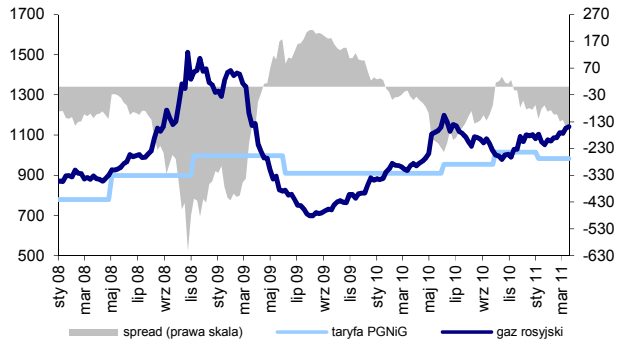
Źródło: PGNiG, opracowanie DI BRE

Segment obrotu - wysoka baza 2010 roku, kluczowa taryfa na 4Q'2011

Segment obrotu wypracował w 4Q'2010 EBIT w wysokości 389 mln PLN vs. zakładane 353 mln PLN, co było możliwe dzięki nieco wyższemu poziomowi dyskonta w kontrakcie z Gazpromem (158 mln PLN vs. szacowane 130 mln PLN). W całym roku zysk operacyjny w tym obszarze sięgnął 815 mln PLN vs. 112 mln PLN rok wcześniej. Taki rezultat był możliwy dzięki korzystnej taryfie w kluczowym ze względu na wolumen sprzedaży 1Q'2010 (neutralny spread na gazie importowanym) oraz wspomnianemu upustowi w 4Q'2010. Perspektywa 2011 jest trudna do skwantyfikowana nie tylko ze względu na znaczną zmienność (ceny ropy i kurs USD/PLN), ale również restrykcyjną politykę URE. Pewnym wskaźnikiem nastawienia regulatora będzie spodziewana w najbliższych dniach decyzja w sprawie wniosku taryfowego złożonego na okres kwiecień-maj. Naszym zdaniem obok wzrostu cen gazu w kontrakcie jamalskim, argumentem za podwyżką jest również obniżka dokonana w 1Q (przekazanie upustu odbiorcom) i wydaje się, że uzasadnionym byłoby zwiększenie cen hurtowych o 7-8%. Znacznie mniejsza rewizja cennika, mimo że dwa wiosenne miesiące nie będą kluczowe dla rocznego wyniku, byłaby złym prognostykiem na dalszą część roku. Pewnym buforem dla EBIT segmentu w 2011 roku mogą być ewentualne odwrócenie odpisów na należności (w tym rezerwy na segment chemiczny w kwocie ponad 200 mln PLN) i spodziewana kolejna transza upustu w kontrakcie jamalskim, a także stosowany hedging towarowy (szerzej ten temat przeanalizujemy w najbliższym raporcie analitycznym).

Wyniki segmentu obrotu oraz spread na gazie z importu





Źródło: PGNiG, Bloomberg, szacunki DI BRE

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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 Inwestycyjnego BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku 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.
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.
DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .
Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, 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.