



3 września 2009

Aktualizacja raportu



Sektor gazowy

Polska

Cena bieżąca	3,75 PLN
Cena docelowa	3,67 PLN
Kapitalizacja	22,1 mld PLN
Free float	3,37 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	31,03 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	73,5%
Pracownicy	11,2%
Pozostali	15,3%

Strategia dotycząca sektora

Spółka działa na rynku regulowanym i prawdopodobnie w najbliższym czasie niewiele się w tym zakresie zmieni, tak więc nadal w dużej mierze wyniki PGNiG będą determinowane polityką taryfową URE. W obecnych bardzo zmiennych warunkach makro decyzje regulatora mają dla Spółki jeszcze większe znaczenie.

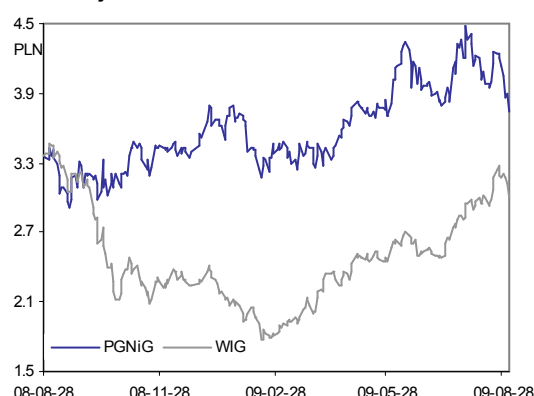
Profil spółki

PGNiG jest największą w Polsce spółką w sektorze wydobywania i dystrybucji gazu ziemnego o rocznej sprzedaży ponad 13 mld m³ gazu. Dodatkowo, Spółka działa w segmencie wydobywania ropy naftowej, której sprzedaż wyłączona jest z systemu taryfowego, dzięki czemu jest wysoce rentowna.

Ważne daty

12.11- publikacja raportu za 3Q'09

Kurs akcji PGNiG na tle WIG



Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

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 raportu.

PGNiG

PGNI.WA; PGN PW

Trzymaj

(Podwyższona)

Poprawa wyników w 2H już w cenie

Wyniki PGNiG rozczarowały powiększając stratę z 1Q'09, mimo oczekiwanych wysokich zysków w drugiej połowie roku, mocno utrudniły wypracowanie w całym roku zysku netto uzasadniającego obecną wycenę Spółki. W naszej opinii perspektywa wyraźnego wzrostu nakładów inwestycyjnych w najbliższych latach, które w części nie będą przekładały się na proporcjonalną poprawę EBITDA, będzie implikowała pogorszenie kluczowego wskaźnika EV/EBITDA na tle konkurencyjnych podmiotów. W krótkim terminie rynek może także zwrócić uwagę na planowaną przez GPW na 18 września rewizję udziałów PGNiG w indeksie w związku z ponownym wyłączeniem akcji pracowniczych z free floatu. Od czasu naszego ostatniego zalecenia sprzedaj, kurs akcji PGNiG spadł o 13% (po odliczeniu dywidendy), podczas gdy WIG20 w tym samym czasie spadł tylko o niecały 1%. W tym kontekście zamykamy negatywną rekomendację i wyceniając akcje Spółki na 3,67 PLN wydajemy zalecenie trzymaj.

Wyniki 2Q- rozczarowania we wszystkich segmentach

Wyniki 2Q'09 rozczarowały przede wszystkim w segmencie wydobywczym, gdzie oprócz 162 mln PLN odpisów na majątek w kopalniach, negatywnie odcisnęły się niskie przychody z usług geofizycznych przy wysokim udziale kosztów stałych. Dodatkowo Spółka zanotowała wyższy niż oczekiwaliśmy spadek wolumenów w dystrybucji i wysoką stratę również na tej działalności wzmocnioną nieoczekiwaną wypłatą nagród dla pracowników w kwocie 40 mln PLN. Ostatecznie po pierwszym półroczu PGNiG wygenerował -0,5 mld PLN straty netto.

Perspektywa na 2H'09 bardzo dobra, ale już w cenach

W drugim półroczu oczekujemy wyraźnej poprawy wyników PGNiG, w szczególności na segmencie obrotu, który dzięki spadku cen gazu importowanego i umocnieniu złotego powinien odrobić dotychczasową stratę operacyjną na poziomie -1,2 mld PLN. Istotnej pozytywnej kontrybucji należy oczekiwać także w przypadku działalności wydobywczej (+450 mln PLN) oraz dystrybucyjnej (+215 mln PLN). Z uwagi na wysoką stratę z 1H wystarczy to jednak tylko na wypracowanie w skali roku około 1 mld PLN zysku netto. Dla tej prognozy poważnym zagrożeniem może być ewentualne odwrócenie tendencji na kursie USD/PLN (zakładamy średni poziom dla kluczowego 4Q na poziomie 2,85).

Plany capex utrzymane, oczekiwany wzrost długu netto

Zarząd utrzymał tegoroczne plany capex na poziomie 5 mld PLN, mimo iż wykonanie za półrocze sięga tylko 1,8 mld PLN. Nasza tegoroczna prognoza to 3,9 mld PLN, co implikuje dług netto na koniec roku 0,9 mld PLN. W przypadku gdyby rzeczywistość PGNiG realizować inwestycje na wyższym poziomie (pozytywny wpływ części z nich na EBITDA, w szczególności tych infrastrukturalnych, w najbliższych latach będzie ograniczony), co sugeruje plan emisji obligacji na kwotę 4,5 mld PLN, będzie to pogarszać atrakcyjność wyceny Spółki w relacji do grupy porównywalnej.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	16652,1	18432,0	18448,2	18649,8	19904,1
EBITDA	2291,3	2264,9	2760,8	3707,2	3708,2
marża EBITDA	13,8%	12,3%	15,0%	19,9%	18,6%
EBIT	2245,0	839,9	1194,7	1938,4	1888,0
Zysk netto	915,0	904,6	1043,3	1560,3	1501,1
DPS	0,17	0,19	0,09	0,09	0,13
P/E	24,2	24,5	21,2	14,2	14,7
P/CE	9,4	9,5	8,5	6,6	6,7
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	9,0	9,5	8,4	6,0	6,3
DYield	4,5%	5,1%	2,4%	2,4%	3,5%

Wyniki za 2Q 2009 – rozczarowanie na wszystkich segmentach

Skonsolidowane wyniki kwartalne PGNiG

(mln PLN)	IIQ 2009	IIQ2008	zmiana	IIQ2009P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	1H 2009	1H 2008	zmiana
Przychody	3 874,7	3 929,2	-1,4%	3 782,5	2,4%	4 035	-4,0%	10 253,6	9 259,6	10,7%
EBITDA	170,9	716,0	-76,1%	598,2	-71,4%	573	-70,2%	83,3	2 014,0	-95,9%
marża EBITDA	4,4%	18,2%	-	15,8%	-	14,2%	-	0,81%	21,75%	-
EBIT	-222,0	345,0	-164,4%	210,8	-	198	-	-679,2	1292,5	-152,6%
Zysk brutto	-143,1	391,5	-136,5%	234,2	-	-	-	-576,9	1369,9	-142,1%
Zysk netto	-94,6	280,0	-133,8%	189,7	-	170	-	-493,4	1059,6	-146,6%

Źródło: PGNiG, szacunki DI BRE, PAP

Wyniki kwartalne PGNiG okazały się sporym rozczarowaniem, gdyż Spółka zanotowała 222 mln PLN straty operacyjnej, podczas gdy oczekiwaliśmy dodatniego EBIT na poziomie 210 mln PLN, a konsensus 198 mln PLN. Negatywne odchylenie pojawiło się praktycznie na wszystkich segmentach działalności, aczkolwiek w największym stopniu wyniki obciążyła działalność wydobywcza. Segment upstream wygenerował -16 mln PLN straty operacyjnej, podczas gdy my prognozowaliśmy 250 mln PLN zysku i 255 mln PLN w 2Q'08. Spółka sygnalizuje, że wynikało to z odpisu na majątek kopalniany w kwocie 162 mln PLN oraz spadku przychodów na działalności poszukiwawczej (-74 mln PLN q/q). EBIT segmentu obrotu również był ujemny i wyniósł -99 mln PLN (odchylenie wobec prognoz nie było jednak duże, gdyż oczekiwaliśmy -62 mln PLN), co miało związek ze stratą na gazie importowanym. Zaskoczenie negatywne pojawiło się jeszcze na działalności dystrybucyjnej (EBIT -92 mln PLN vs. oczekiwane 24 mln PLN i -14 mln PLN rok temu), z uwagi na spadek wolumenów aż o 14% (prognozowaliśmy -7%) oraz jednorazową wypłatę z zysku dla pracowników w kwocie 40 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej pojawiło się dodatnie saldo w kwocie 80 mln PLN, co miało związek przede wszystkim z rozwiązaniem odpisu na pożyczkę dla EuropolGazu w kwocie 79 mln PLN.

Skonsolidowane wyniki kwartalne PGNiG

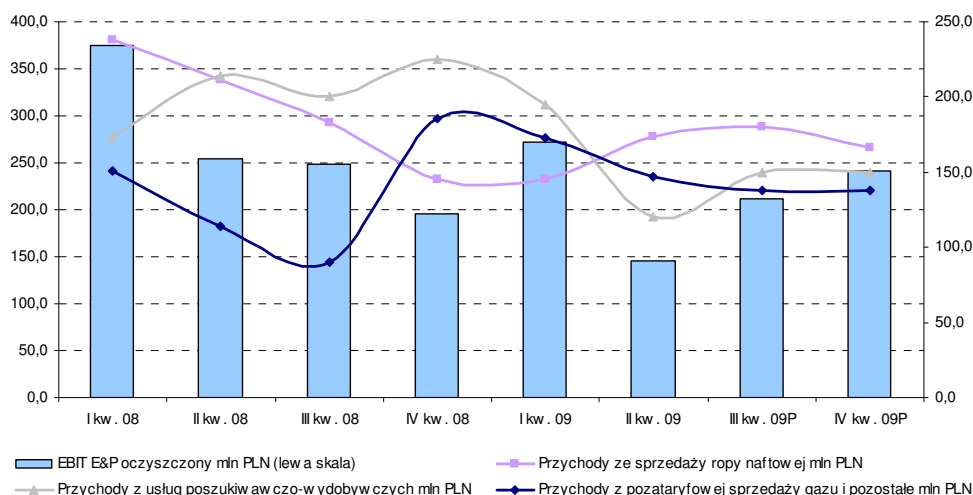
	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07	I kw. 08	II kw. 08	III kw. 08	IV kw. 08	I kw. 09	II kw. 09
Przychody	5 048,5	3 392,0	3 134,6	5 054,7	5 330,4	3 929,2	3 653,5	5 520,0	6 378,9	3 874,7
EBITDA	1 246,5	826,5	761,3	-98,9	1 337,8	665,0	529,0	-236,9	-87,7	170,9
EBIT	917,9	452,8	386,2	-450,6	987,4	293,6	192,7	-602,9	-457,2	-222,0
Upstream	261,7	284,3	356,7	98,9	374,4	255,1	248,5	85,0	272,1	-16,2
wpływ kursu NOK/PLN					38,5	38,3	30,7	-39,4	0,0	0,0
Obrót	403,4	296,2	220,9	274,5	320,4	117,2	-39,3	-845,6	-1 126,8	-99,3
hedging	0,0	0,0	0,0	0,0	-45,0	-58,0	-139,0	136,0	217,0	58,0
Dystrybucja	246,3	-161,5	-116,7	53,6	267,1	-13,7	-5,0	153,6	393,8	-92,2
Inne	6,5	33,8	-74,7	-877,6	25,5	-65,0	-11,5	4,2	3,7	-14,4
Zysk brutto	996,5	422,7	412,6	-357,7	978,4	392,4	228,1	-586,9	-433,8	-143,1
Zysk netto	786,8	347,7	303,3	-164,6	779,0	280,3	181,1	-310,0	-398,8	-94,6

Źródło: PGNiG, szacunki DI BRE

Perspektywy na kolejne kwartały 2009 roku

- Segment wydobywczy-** w pierwszym półroczu 2009 na tej działalności PGNiG wygenerował tylko 255 mln PLN zysku operacyjnego, podczas gdy rok wcześniej wynik ten sięgał 630 mln PLN. Na gorszy rezultat złożyły się niższa o 32% jednostkowa cena sprzedaży ropy (spadek przychodów na tym produkcie o 130 mln PLN), spadek obrotów w spółkach poszukiwawczo-wydobywczych (-73 mln PLN r/r), jednorazowe odpisy aktywów w kopalniach w kwocie -162 mln PLN oraz wyższa o 18 mln PLN amortyzacja. W związku ze wzrostem średniej taryfy hurtowej w okresie o około 20% r/r, Spółka zanotowała wyższe o 53 mln PLN przychody ze sprzedaży pozataryfowej gazu i innych produktów, ale efekt ten został zneutralizowany prawdopodobnie przez wzrost kosztów wydobycia. W drugiej połowie bieżącego roku wyniki segmentu będą kształtować wyższe średnie ceny ropy (wzrost przychodów z tego tytułu vs. 1H'09 o około 30 mln PLN) oraz niższą o 7% taryfę gazową, która będzie implikować obniżenie przychodów z pozataryfowej sprzedaży o około 40 mln PLN (przy sezonowo niższym wolumenie). W najbliższych kwartałach oczekujemy ponadto wzrostu przychodów z usług geofizycznych, które choć nadal będą niższe r/r to nie powinny zanotować już tak niskich poziomów jak w 2Q (tak mocny ich spadek w minionym okresie należy traktować jako jednorazowy, m.in. wynikający z niesprzyjającej pogody w Indiach). Ostatecznie spodziewamy się, że EBIT segmentu w 2H'09 sięgnie 450 mln PLN (212 mln PLN w 3Q i 240 mln PLN w 4Q). Pewnym zagrożeniem dla naszej prognozy mogą być jednak kolejne rezerwy na odwierty (w 1H'09 zawiązano na ten cel tylko 42 mln PLN, podczas gdy w całym 2008 roku te odpisy sięgnęły ponad 330 mln PLN).

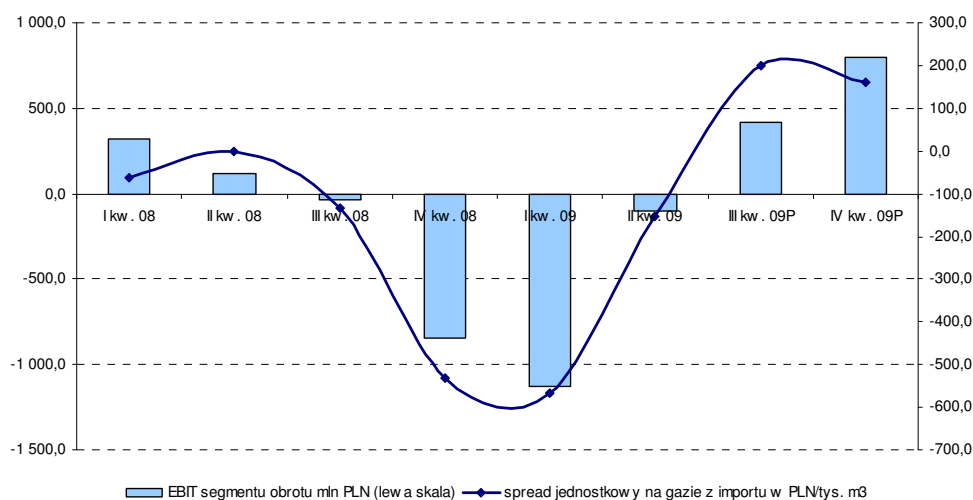
Wynik segmentu wydobywczego vs. przychody wg. kategorii



Źródło: PGNiG, szacunki DI BRE

- Segment obrotu-** Pierwsze półrocze segment zamknął stratą na poziomie przekraczającą -1,2 mld PLN, co wynikało przede wszystkim z wysokiego ujemnego spreadu realizowanego na gazie z importu. W drugim półroczu sytuacja pod tym względem istotnie się jednak poprawi i Spółka począwszy od 3Q będzie już zarabiać na surowcu kupowanym od Gazpromu (efekt spadku cen gazu w ujęciu dolarowym i umocnienie złotego). W tym kontekście ważne będą wolumeny sprzedaży i kwestia uruchomienia dodatkowych dostaw przez Rosjan, które miałyby wypełnić lukę po RosUkrEnergo. W naszych prognozach zakładamy, że uda się zakontraktować te brakujące 0,7-1 mld m³ surowca i tym samym PGNiG będzie w stanie zaspokoić w pełni popyt krajowy (ze względu na obniżoną bazę z 2H'09 szacujemy, iż łączna sprzedaż w drugim półroczu 2009 sięgnie 6 mld m³, co oznacza spadek o 6%). Przy takim scenariuszu PGNiG powinien w dwóch najbliższych kwartałach odrobić praktycznie w całości stratę wygenerowaną przez segment w 1H'09. W przypadku braku sfinalizowania dodatkowych dostaw od Gazpromu wynik 4Q'09 mógłby być niższy o około 150 mln PLN (nasza prognoza to 800 mln PLN).

EBIT segmentu obrotu vs. spread na gazie importowanym



Źródło: PGNiG, szacunki DI BRE

- Segment dystrybucji**- segment dystrybucji wygenerował w pierwszym półroczu 301 mln PLN zysku operacyjnego, podczas gdy rok wcześniej w tym samym okresie było to 253 mln PLN. Poprawa była możliwa dzięki wyższym średnim taryfom sieciowym (podwyżka w kwietniu 2008 i ostatni wzrost o 13,7% w czerwcu 2009), aczkolwiek mogłaby być większa, gdyby nie niższe wolumeny gazu przesłanego siecią dystrybucyjną (-0,2 mld m³) i dodatkowe koszty nagród dla pracowników w kwocie 40 mln PLN. W drugim półroczu efekt ostatniej pozytywnej decyzji URE będzie już w pełni widoczny, aczkolwiek sezonowy spadek wolumenów (średnio 40% dostaw realizowanych jest w 1Q) nie pozwoli na wygenerowanie wyższych zysków niż w 1H. Spodziewamy się, że EBIT w ostatnich dwóch kwartałach roku sięgnie około 215 mln PLN, co będzie implikować roczny wynik tego segmentu na poziomie 516 mln PLN vs. 419 mln PLN w 2008 roku.

Założenia makroekonomiczne

W poniższej tabeli przedstawiamy założenia makroekonomiczne przyjęte do modelu DCF.

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Cena ropy naftowej w USD/Bbl	65	73	98	60	70	80	90	90	90	90	90	90	90
Cena ropy naftowej z 9M opóźnieniem w USD/Bbl	63	65	98	68	64	75	83	90	90	90	90	90	90
Cena ważona gazu importowanego w USD/tys. m³	261	296	420	322	288	337	360	360	360	360	360	360	360
Średni ważony poziom taryfy hurtowej w PLN/tys. m³	694	779	864	951	876	931	955	921	922	925	929	930	927
PLN/USD średniorocznie	3,11	2,77	2,42	3,12	2,96	2,80	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69
EUR/PLN średniorocznie	3,90	3,79	3,48	4,30	3,91	3,80	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Sprzedaż gazu w PGNiG w mld m³*	13,5	13,6	13,7	13,1	13,8	14,3	15,0	15,3	15,8	16,5	17,0	17,0	17,0
Import gazu w mld m³	10,0	9,3	10,3	9,3	9,9	10,4	11,1	11,0	11,5	12,2	12,7	12,7	12,7
Wydobycie krajowe w mld m³	4,3	4,3	4,1	4,0	4,1	4,1	4,1	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Wydobycie ropy naftowej w mln ton	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Sprzedaż gazu poza taryfą w mld m³	0,56	0,63	0,61	0,63	0,63	0,63	0,63	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
Udział w hurtowym rynku gazu ziemnego w Polsce	99,5%	99,5%	99,3%	99,0%	98,8%	98,5%	98,3%	98,0%	97,8%	97,5%	97,3%	97,3%	97,3%

Źródło: Bloomberg, PGNiG, szacunki DI BRE

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF (po uwzględnieniu wartości bieżącej umowy leasingu aktywów przesyłowych, posiadanych udziałów w EuRoPolGazie oraz udziałów w złożach gazu na szelfie norweskim), cenę docelową akcji PGNiG szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 3,67 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	3,63
Wycena DCF	50%	3,17
	cena wynikowa	3,40
	cena docelowa za 9 m-cy	3,67

Wycena DCF

Założenia modelu

1. Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec sierpnia 2009 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2008 roku (powiększony o wypłaconą gotówkową transzę dywidendy z zysku 2008 roku w kwocie 148,5 mln PLN).
2. W modelu uwzględniamy przedstawione wcześniej założenia makroekonomiczne.
3. Posiadane udziały w złożach norweskich uwzględniamy po cenie ich nabycia skorygowanej o dotychczasowe zmiany cen węglowodorów oraz kursu USD/PLN. Ze względu na brak „efektów” tej inwestycji po stronie przychodów, wycenę korygujemy in plus również o wysokości dotychczasowych nakładów poniesionych na przygotowanie złoża Skarv.
4. Capex po roku 2012 obniżamy do poziomu 1,85 mld PLN z uwagi na fakt, iż w naszych prognozach wydobycia gazu nie uwzględniamy nowych wolumenów w okresie 2011-17.
5. Oczekujemy, że uruchomienie projektu LMG rozpocznie się ze znacznym opóźnieniem w stosunku do pierwotnych planów Spółki (przesunięcie z 2010 roku na 2013). Biorąc pod uwagę wolumen wydobycia w 1H'09 obniżamy roczną prognozę z 4,2 mld m³ do 4,0 mld m³.
6. Wartość firmy powiększamy o aktualną wartość umowy leasingu aktywów przesyłowych (0,294 mld PLN po uwzględnieniu przekazania majątku o wartości 382,5 mln PLN w ramach dywidendy rzeczowej do MSP) oraz wartość księgową posiadanego przez PGNiG pakietu spółki EuRoPolGaz, którą skorygowaliśmy istotnie w porównaniu z poprzednim raportem.
7. W roku 2018 amortyzacja jest nieco wyższa niż CAPEX, co nie jest możliwe do utrzymania w dłuższym terminie, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 1,85 mld PLN.
8. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę sprzedaży oraz marżę EBITDA z roku 2018.
9. Po roku 2018 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,12%, współczynnik beta na poziomie 0,9.

Model DCF wyceny akcji PGNiG

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	18 448	18 650	19 904	21 210	21 315	22 380	23 281	24 054	24 086	24 035	23 984
zmiana	0,1%	1,1%	6,7%	6,6%	0,5%	5,0%	4,0%	3,3%	0,1%	-0,2%	-0,2%
EBITDA	2 760,8	3 707,2	3 708,2	3 782,9	4 113,5	4 449,7	4 556,5	4 648,2	4 655,8	4 659,6	4 649,7
marża EBITDA	15,0%	19,9%	18,6%	17,8%	19,3%	19,9%	19,6%	19,3%	19,3%	19,4%	19,4%
Amortyzacja	1 566,1	1 768,7	1 820,2	1 943,8	1 902,5	1 878,2	1 894,4	1 918,0	1 955,1	1 919,7	1 850,0
EBIT	1 194,7	1 938,4	1 888,0	1 839,1	2 211,0	2 571,5	2 662,2	2 730,3	2 700,7	2 739,9	2 799,7
marża EBIT	6,5%	10,4%	9,5%	8,7%	10,4%	11,5%	11,4%	11,4%	11,2%	11,4%	11,7%
Opodatkowanie EBIT	227,0	368,3	358,7	349,4	420,1	488,6	505,8	518,7	513,1	520,6	531,9
NOPLAT	967,7	1 570,1	1 529,3	1 489,7	1 790,9	2 082,9	2 156,3	2 211,5	2 187,6	2 219,3	2 267,7
CAPEX	-3 900	-2 642	-2 742	-2 375	-2 025	-1 850	-1 850	-1 850	-1 850	-1 850	-1 850
Kapitał obrotowy	10,9	235,9	-667,2	-11,7	-514,6	-249,2	-152,5	258,8	-0,8	1,4	-0,8
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
FCF	-1 355,3	933,1	-59,3	1 046,8	1 153,8	1 861,9	2 048,2	2 538,3	2 291,8	2 290,4	2 266,9
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
współczynnik dyskonta	96,7%	87,4%	79,0%	71,4%	64,6%	58,4%	52,8%	47,7%	43,1%	39,0%	39,0%
PV FCF	-1 310,5	815,6	-46,9	747,7	745,1	1 086,9	1 080,9	1 210,9	988,3	892,9	
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Koszt długu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Stopa wolna od ryzyka	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%										
Wartość rezydualna (TV)	26 298										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	10 252										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	6 211										
Wartość firmy (EV)	16 463										
Dług netto	-361										
Udziałowcy mniejszościowi	9										
Wartość firmy	16 824										
Wartość udziałów w EuRoPolGazie	539										
Bieżąca wartość leasingu majątku przesyłowego	294										
Wartość udziałów w złożach norweskich	1 073										
Ostateczna wartość PGNiG	18 721										
Liczba akcji (mln)	5 900										
Wartość firmy na akcję (PLN)	3,17										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,9%										
Cena docelowa	3,43										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	7,2										
P/E('09) dla ceny docelowej	19,4										
Udział TV w EV	62%										

Analiza wrażliwości
Wzrost FCF w nieskończoności

	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0pp	2,92	3,05	3,20	3,39	3,63
WACC +0,5pp	2,98	3,12	3,29	3,50	3,77
WACC	3,05	3,20	3,39	3,63	3,93
WACC -0,5pp	3,12	3,29	3,50	3,77	4,12
WACC -0,1,0pp	3,20	3,39	3,63	3,93	4,34

Wycena porównawcza

W grupie porównawczej uwzględniliśmy zarówno spółki funkcjonujące w segmencie użyteczności publicznej (dystrybucja i wytwarzanie energii elektrycznej, wody i gazu), jak i podmioty typowo wydobywcze czy przesyłowe. Z uwagi na relatywnie wysoki poziom amortyzacji w PGNiG zdecydowaliśmy się zastąpić tradycyjnie wykorzystywany wskaźnik P/E, wskaźnikiem P/CE, który neutralizuje niemiernodajne wyniki uzyskiwane na bazie mnożnika cena/zysk netto. Horyzont wyceny porównawczej ustaliliśmy na lata 2009-11 i dla każdego roku przyjęliśmy identyczną wagę. Ostateczny wynik uzyskany z wyceny porównawczej powiększamy o wartość leasingu aktywów przesyłowych, wartość EuRoPolGazu i złóż norweskich.

	Cena	P/CE				EV/EBITDA			
		2008	2009P	2010P	2011P	2008	2009P	2010P	2011P
Centrica	2,55	8,5	7,8	7,5	7,2	5,4	5,5	5,3	5,0
Enagas	13,79	7,1	6,5	5,8	5,3	8,8	8,0	6,9	6,2
E.ON.	28,54	6,6	6,4	5,9	5,7	7,3	7,2	6,6	6,3
Gaz de France	29,26	6,1	6,5	6,0	5,5	6,5	6,4	5,9	5,3
Gazprom	159,00	2,8	4,4	3,9	2,9	2,7	4,4	4,2	3,3
Gas Natural SDG	14,13	7,1	4,5	4,4	4,1	11,8	7,2	6,7	6,6
Novatek	119,85	10,1	13,8	8,4	6,1	7,8	10,9	7,2	5,4
RWE AG	62,26	6,8	6,3	5,7	5,5	6,2	5,8	5,2	5,1
Maksimum		10,1	13,8	8,4	7,2	11,8	10,9	7,2	6,6
Minimum		2,8	4,4	3,9	2,9	2,7	4,4	4,2	3,3
Mediana		6,9	6,4	5,8	5,5	6,9	6,8	6,2	5,4
PGNiG*	3,75	8,7	7,7	6,1	6,1	8,8	7,2	5,4	5,4
(premia / dyskonto)		25,4%	20,5%	4,1%	11,3%	27,0%	5,9%	-13,9%	-0,5%
Implikowana wycena									
Mediana		6,9	6,4	5,8	5,5	6,9	6,8	6,2	5,4
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Implikowana wartość firmy na akcję (PLN)	3,3								
Wartość EuRoPolGazu na akcję	0,09								
Wartość umowy leasingu na akcję	0,05								
Wartość złóż norweskich na akcję	0,18								
Ostateczna wartość 1 akcji PGNIG	3,63								

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2008

*od kapitalizacji rynkowej odejmujemy wartość leasingu, EuRoPolGazu i posiadanych udziałów w złożach norweskich (wyniki będące podstawą kalkulacji wskaźników są oczyszczone z wpływu tych czynników)

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	15 197,7	16 652,1	18 432,0	18 448,2	18 649,8	19 904,1	21 209,7
<i>zmiana</i>	<i>21,0%</i>	<i>9,6%</i>	<i>10,7%</i>	<i>0,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,6%</i>
EBIT, w tym	1 470,0	861,0	839,9	1 194,7	1 938,4	1 888,0	1 839,1
Segment Wydobycie i Produkcja	987,7	1 019,1	918,4	708,3	763,8	843,2	889,4
Segment Obrót i Magazynowanie	258,6	1 187,0	-509,9	-16,6	599,7	485,1	347,8
Segment Dystrybucja	231,3	-1 311,1	418,7	517,0	588,9	573,7	615,9
Pozostałe i wyłączenia konsolidacyjne	-7,6	-34,1	-26,6	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0
Koszty, odpisy jednorazowe	0,0	1 384,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT oczyszczony	1 470,0	2 245,0	839,9	1 194,7	1 938,4	1 888,0	1 839,1
<i>zmiana</i>	<i>5,2%</i>	<i>-41,4%</i>	<i>-7,0%</i>	<i>49,2%</i>	<i>62,2%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-2,6%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>9,7%</i>	<i>13,5%</i>	<i>4,6%</i>	<i>6,5%</i>	<i>10,4%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,7%</i>
Wynik na działalności finansowej	24,6	157,8	134,5	93,1	-12,4	-35,1	-45,4
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Pozostałe	77,5	-16,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zysk brutto	1 572,0	1 002,7	974,6	1 288,1	1 926,3	1 853,2	1 795,0
Podatek dochodowy	244,1	86,7	69,6	244,7	366,0	352,1	340,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,5	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	1 327,4	915,0	904,6	1 043,3	1 560,3	1 501,1	1 454,1
<i>zmiana</i>	<i>50,9%</i>	<i>-31,1%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>20,6%</i>	<i>49,5%</i>	<i>-3,8%</i>	<i>-3,2%</i>
<i>marża</i>	<i>8,7%</i>	<i>5,5%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,7%</i>	<i>8,4%</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,9%</i>
Amortyzacja	1 296,1	1 430,3	1 424,9	1 566,1	1 768,7	1 820,2	1 943,8
EBITDA	2 766,2	2 291,3	2 264,9	2 760,8	3 707,2	3 708,2	3 782,9
<i>zmiana</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-17,2%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>24,0%</i>	<i>34,3%</i>	<i>0,0%</i>	<i>2,0%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>18,2%</i>	<i>13,8%</i>	<i>12,3%</i>	<i>15,0%</i>	<i>19,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>17,8%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0
EPS	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
CEPS	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6
ROAE	6,3%	4,3%	4,3%	5,0%	7,2%	6,6%	6,2%
ROAA	4,3%	3,1%	3,1%	3,5%	5,1%	4,7%	4,4%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	30 677,5	28 401,9	29 745,3	30 260,2	31 333,8	32 445,3	33 115,9
Majątek trwały	23 234,5	22 131,1	22 573,6	24 525,5	25 103,8	26 025,3	26 456,5
Rzeczowe aktywa trwałe	18 762,1	18 715,5	20 587,0	22 891,6	23 784,8	24 713,8	25 149,4
Wartości niematerialne i prawne	80,8	84,6	151,7	181,0	160,8	153,3	148,8
Udziały w innych podmiotach	589,3	557,5	556,9	556,9	556,9	556,9	556,9
Pozostałe aktywa trwałe	3 802,4	2 773,4	1 278,0	896,0	601,3	601,3	601,3
Majątek obrotowy	7 443,0	6 270,8	7 171,7	5 734,7	6 230,0	6 420,0	6 659,4
Zapasy	1 351,2	1 216,0	1 721,3	1 710,0	1 468,6	2 102,2	2 078,9
Należności krótkoterminowe	2 473,3	3 331,0	3 716,9	3 720,2	3 760,8	4 013,8	4 277,1
Pozostałe aktywa obrotowe	79,4	140,2	311,6	311,6	311,6	311,6	311,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	3 539,1	1 583,6	1 421,9	-7,0	689,0	-7,6	-8,1

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	30 677,5	28 401,9	29 745,3	30 260,2	31 333,8	32 445,3	33 115,9
Kapitał własny	21 145,7	21 013,1	20 706,9	21 219,0	22 257,4	22 978,1	23 680,5
Kapitał akcyjny	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0
Pozostałe kapitały własne	15 245,7	15 113,1	14 806,9	15 319,0	16 357,4	17 078,1	17 780,5
Kapitał mniejszości	7,7	8,7	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Zobowiązania długoterminowe	6 724,1	3 879,6	4 058,6	4 058,6	4 058,6	4 066,3	4 054,6
Pożyczki i kredyty	2 343,8	31,4	41,1	41,1	41,1	48,8	37,1
Pozostałe	4 380,2	3 848,2	4 017,6	4 017,6	4 017,6	4 017,6	4 017,6
Zobowiązania krótkoterminowe	2 800,0	3 500,6	4 970,7	4 973,5	5 008,8	5 391,8	5 371,8
Pożyczki i kredyty	113,6	106,7	871,8	871,8	871,8	1 035,4	787,2
Zobowiązania handlowe	2 175,5	2 408,0	3 222,5	3 225,4	3 260,6	3 479,9	3 708,2
Pozostałe	511,0	985,9	876,4	876,4	876,4	876,4	876,4
Dług	2 457,5	138,1	912,8	912,8	912,8	1 084,2	824,2
Dług netto	-1 081,6	-1 445,5	-509,1	919,8	223,8	1 091,8	832,3
(Dług netto / Kapitał własny)	-5,1%	-6,9%	-2,5%	4,3%	1,0%	4,8%	3,5%
(Dług netto / EBITDA)	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2
BVPS	3,6	3,6	3,5	3,6	3,8	3,9	4,0



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	1 535,2	3 028,7	1 492,9	2 659,7	3 603,7	2 705,2	3 440,0
Zysk netto	1 327,9	1 252,1	865,3	1 043,3	1 560,3	1 501,1	1 453,1
Amortyzacja	1 296,1	1 430,3	1 424,9	1 566,1	1 768,7	1 820,2	1 943,8
Kapitał obrotowy	-537,0	-606,5	-145,9	10,9	235,9	-667,2	-11,7
Pozostałe	-551,9	952,9	-651,4	39,4	38,9	51,1	54,8
Przepływy inwestycyjne	-867,2	-2 455,6	-2 208,9	-3 900,0	-2 641,7	-2 741,7	-2 375,0
CAPEX	-1 582,1	-2 980,0	-2 579,5	-3 900,0	-2 641,7	-2 741,7	-2 375,0
Pozostałe	714,9	524,4	370,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-295,0	-2 547,5	552,0	-188,7	-266,1	-660,1	-1 065,5
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	7,7	-2 295,4	769,8	0,0	0,0	171,4	-260,0
Dywidenda (buy-back)	-203,5	-153,0	-171,0	-531,0	-521,7	-780,1	-750,5
Pozostałe	-99,2	-99,1	-46,9	342,3	255,6	-51,4	-55,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	352,9	-1 975,6	-161,7	-1 428,9	696,0	-696,5	-0,5
Środki pieniężne na koniec okresu	3 539,1	1 583,6	1 421,9	-7,0	689,0	-7,6	-8,1
DPS (PLN)	0,15	0,17	0,19	0,09	0,09	0,13	0,13
FCF	402,9	-1 381,9	-530,1	-1 373,0	935,4	-52,7	1 055,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	10,4%	17,9%	14,0%	21,1%	14,2%	13,8%	11,2%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	16,7	24,2	24,5	21,2	14,2	14,7	15,2
P/CE	8,4	9,4	9,5	8,5	6,6	6,7	6,5
P/BV	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
P/S	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	0,0
FCF/EV	1,9%	-6,7%	-2,5%	-6,0%	4,2%	-0,2%	4,6%
EV/EBITDA	7,6	9,0	9,5	8,4	6,0	6,3	0,0
EV/EBIT	14,3	9,2	25,7	19,3	11,5	12,3	0,0
EV/S	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	0,0
DYield	4,0%	4,5%	5,1%	2,4%	2,4%	3,5%	3,4%

Cena (PLN)

	3,75						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	5900,0	5900,0	5900,0	5900,0	5900,0	5900,0	5900,0
MC (mln PLN)	22 125,0	22 125,0	22 125,0	22 125,0	22 125,0	22 125,0	22 125,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	7,7	8,7	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
EV (mln PLN)	21 051,1	20 688,2	21 624,9	23 053,8	22 357,9	23 225,8	22 966,3



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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. Oczekiwanie 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.

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.

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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, 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 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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PGNiG

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj	Sprzedaj
data wydania	2009-02-03	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-14	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	3,78	3,49	3,91	3,82	4,42
WIG w dniu rekomendacji	23908,36	22719,61	29777,06	29495,23	35363,92