

poniedziałek, 27 lutego 2017 | aktualizacja raportu

PGNiG: kupuj (podtrzymana)

PGN PW; PGN.WA | Paliwa, Polska

Taryfy powoli odchodzą do lamusa

Głoszone bardzo dobre wyniki za 4Q'16 wsparły w ostatnim czasie kurs PGNiG, ale nie wystarczyło to na pozytywne odchylenie od dynamicznie rosnącego szerokiego rynku. Tymczasem na horyzoncie dostrzegamy kolejne pozytywne katalizatory, które na razie nie są dyskutowane przez inwestorów. Głównym z nich jest rychła już perspektywa liberalizacji rynku gazu w Polsce, która pozwoli na generowanie wysokich powtarzalnych zysków w segmencie obrotu już od 2018 roku. Wyniki PGNiG będą również wspierane przez korzystne decyzje regulacyjne (upowszechnienie obowiązku magazynowego, socjalizacja kosztów terminala, utrzymanie „starej” taryfy w dystrybucji) oraz rynkowe (rosnące ceny węglowodorów, rekordowe wolumeny sprzedaży w 1Q'17 czy wzrost stopy wolnej od ryzyka w przyszłych taryfach sieciowych). Istotnym wydarzeniem może być również zapowiadana na najbliższe tygodnie aktualizacja strategii Grupy, która ma się koncentrować na kwestiach zakupowo-sprzedażowych (ambitne plany w tym zakresie zostały już zarysowane w ostatnim wywiadzie z wiceprezesem Woźniakiem). Naszym zdaniem Spółka jasno określi też cele inwestycyjne (zmożone zakupy aktywów wydobywczych na Morzu Norweskim i Północnym na co pozwala bardzo mocny bilans i wysoki FCF) i rynek przestanie dyskutować udział finansowy PGNiG w budowie infrastruktury przesyłowej Polska-Norwegia. Utrzymujemy rekomendację kupuj, podnosząc cenę docelową do 7,25 PLN (pochodna uwzględnienia efektów liberalizacji rynku). W tym roku oczekujemy wzrostu EBITDA do 7,1 mld PLN (+20% r/r), a nasze prognozy na lata 2017-18 plasują się średnio 18% powyżej konsensusu. Na koniec tego roku gotówka netto powinna sięgać 1 mld PLN, a wskaźnik FCF/EV dla najbliższych 3 lat przekracza 7%.

Podnosimy prognozy na 2017

W tym roku oczyszczona EBITDA, mimo wysokiej bazy odniesienia, powinna nieznacznie wzrosnąć r/r, głównie za sprawą lepszych rezultatów w segmencie wydobywania (+0,9 mld PLN). Segment obrotu nie powtórzy co prawda rekordowych zysków z 2016 (efekt hedgingu naturalnego), ale i tak ma szansę zaskoczyć konsensus, który naszym zdaniem wciąż ocenia rentowność segmentu w oparciu o historyczne nieaktualne już wrażliwości na zmiany makro i nie uwzględnia skali efektu mocnych wolumenów 1Q'17. Lepiej od naszych wcześniejszych założeń wypadnie też segment dystrybucji, który skorzysta na wydłużeniu obowiązywania dotychczasowej taryfy.

Nie można ignorować liberalizacji rynku

Uwolnienie cen dla odbiorców komercyjnych nastąpi w październiku i będzie to strukturalna zmiana dla segmentu obrotu w PGNiG. Docelowo EBITDA segmentu po tych zmianach powinna się składać z regulowanych zysków na magazynowym (około 0,4 mld PLN) i marży detalicznej, która w zależności od przyjętego wariantu może sięgać od 0,5 mld PLN do nawet 1 mld PLN (aktualne marże w energii elektrycznej i te osiągane przez Duon w 2014-15 sugerowałyby nawet wyższe wyniki). Zwracamy uwagę, że w naszych prognozach nie uwzględniamy żadnych zysków na tradingu, ani rozpoznania wciąż „ukrytej” marży wydobywczej na gazie krajowym.

(mIn PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	34 304,0	36 464,0	33 048,7	35 905,5	39 913,0
EBITDA	6 345,0	6 080,0	5 960,1	7 131,8	8 159,3
marża EBITDA	18,5%	16,7%	18,0%	19,9%	20,4%
EBIT	3 843,0	3 290,0	3 314,2	4 477,8	5 498,5
Zysk netto	2 823,0	2 134,0	2 325,5	3 080,7	3 785,2
DPS	0,15	0,20	0,18	0,24	0,32
P/E	12,8	16,9	15,2	11,5	9,3
P/CE	6,8	7,3	7,1	6,2	5,5
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	6,1	6,0	5,9	4,8	4,1
DYield	2,5%	3,3%	2,9%	3,9%	5,2%

Cena bieżąca	6,12 PLN
Cena docelowa	7,25 PLN
Kapitalizacja	35,36 mld PLN
Free float	9,94 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	49,98 mln PLN

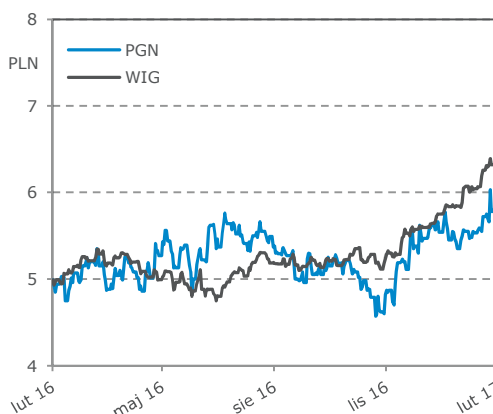
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	71,88%
Pozostali	28,12%

Profil spółki

PGNiG jest największą w Polsce spółką w sektorze gazu ziemnego o rocznej sprzedaży rzędu 14-15 mld m³ gazu. Koncern wydobywa rocznie 4,5 mld m³ gazu i 1,3 mln ton ropy naftowej rocznie (w tym zagraniczne projekty E&P, z których najważniejszy jest ten na szelfie norweskim). Ważnym segmentem działalności jest także dystrybucja gazu w oparciu o własną infrastrukturę. PGNiG jest również obecny w obszarze wytwarzania energii i ciepła.

Kurs akcji PGNiG na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PGNiG	7,25	6,52	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PGNiG	6,12	7,25	18,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
EBITDA	+2,1%	+6,5%	+8,9%
Zysk netto	+3,9%	+14,5%	+16,2%

Analityk:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.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
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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 ekwiwalenty
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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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.

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.

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 wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 27 lutego 2017 o godzinie 8:35.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 lutego 2017 o godzinie 8:35.

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

Powielanie, 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.

Rekomendacje dotyczące spółki PGNiG wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2016-12-20	2016-12-06	2016-07-27	2016-06-02	2016-05-06	2016-04-19
kurs z dnia rekomendacji	5,30	5,20	5,50	5,13	4,92	5,10
WIG w dniu rekomendacji	51 129,31	49 647,48	46 905,60	44 700,67	46 430,16	48 195,06

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

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

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

Piotr Zybala
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