



Paliwa, Chemia

Polska

Kamil Kliszczyk
(48 22) 697 47 06
kamil.kliscz@dire.com.pl

PGNiG, Chemia

Kurs dolara, a ceny gazu

PGNiG: Obecna cena: 3,92 PLN; Cena docelowa: -
PKN Orlen: Obecna cena: 37,03 PLN; Cena docelowa: 39,0 PLN; Rekomendacja: Trzymaj
ZA Puławy: Obecna cena: 82,0 PLN; Cena docelowa: 89,2 PLN; Rekomendacja: Trzymaj
ZCH Police: Obecna cena: 10,16 PLN; Cena docelowa: 9,7 PLN; Rekomendacja: Redukuj

Sytuacja na rynku walutowym w ostatnich dniach jest bardzo dynamiczna i coraz bardziej prawdopodobna wydaje się realizacja negatywnego scenariusza dla polskiego rynku gazu, zarówno z punktu widzenia PGNiG jak i największych odbiorców tego surowca. W naszym ostatnim raporcie analitycznym uwzględniliśmy systematyczne umacnianie się złotego względem dolara w najbliższych miesiącach, co miało pozwolić na osiągnięcie w 2012 roku średnio poziomu 3,0. Przy takim otoczeniu założyliśmy akceptację przez URE 10% podwyżki taryfy od stycznia (w tym miejscu zwracamy uwagę na błąd jaki pojawił się w opisie w raporcie dotyczącym PGNiG z 22 listopada wskazujący, że nasz bazowy scenariusz zakłada podwyżkę rzędu 15%*), która z jednej strony implikowałaby niewielką stratę w segmencie obrotu PGNiG (-149 mln PLN), a z drugiej oznaczałaby wzrost średniej ceny surowca dla sektora chemicznego o ponad 17% (w pierwszym półroczu 2011 obowiązywał niższy cennik niż obecnie). Przy obecnych poziomach kursu USD/PLN (3,43) ryzyko dla takiego scenariusza wyraźnie rośnie, dlatego też zdecydowaliśmy się na zaprezentowanie analizy wrażliwości wyników PGNiG zarówno na cenę dolara, jak i ostateczną decyzję Regulatora (przykładowo przy podwyżce o 10% i kursie 3,3 strata na handlu sięgnie aż -1,3 mld PLN). Poniżej przedstawiamy także symulację dotyczącą dodatkowych kosztów surowcowych w największych giełdowych firmach chemicznych (w naszym bazowym scenariuszu łączne wydatki sektora rosną r/r o 686 mln PLN). Zestawienia wskazują, jak ważnym aspektem z punktu widzenia uczestników rynku gazu będzie grudniowa decyzja URE, która de facto będzie zależeć przede wszystkim od prognoz dla rynku walutowego. W naszej opinii w obecnych warunkach tracą zarówno dostawca jak i odbiorcy, ale pozostaje pytanie w jaki sposób regulator rozdzieli koszty droższego gazu z importu.

*w naszym raporcie analitycznym dotyczącym PGNiG z dnia 22 listopada na pierwszej stronie publikacji wskazaliśmy omyłkowo, że uwzględniony w modelu wyceny bazowy scenariusz na rok 2012 zakłada podwyżkę taryfy hurtowej o 15%, podczas gdy faktycznie w prognozach uwzględniliśmy 10% wzrost cennika (potwierdza to tabela z założeniami makro zamieszczona na stronie 6 tegoż raportu). Przepraszamy za ten nieumyślny błąd i zwracamy uwagę, że wynika on z prowadzonej przy okazji przygotowywania raportu wieloscenariuszowej analizy oraz faktu, że taryfa jest w naszym modelu parametrem wynikowym, a nie punktem wyjścia. Jednocześnie zapewniamy, że pomyłka dotyczy tylko części opisowej raportu i nie ma ona wpływu na prognozy wyników oraz wycenę, które pozostają aktualne.

Analiza wrażliwości wyniku operacyjnego segmentu obrotu PGNiG w 2012 roku na kurs USD/PLN i wysokość podwyżki taryfy gazowej zaakceptowanej przez URE (przy założeniu wejścia jej w życie od 01.01.2012

	średni kurs USD/PLN						
	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	
podwyżka taryfy	5%	-895	-1 372	-1 715	-2 059	-2 402	-2 746
	10%	-149	-625	-969	-1 312	-1 656	-1 999
	15%	597	121	-223	-566	-910	-1 253
	20%	1343	867	524	180	-163	-507

*powyższe szacunki uwzględniają szacunkowe zyski z hedgingu

Analiza wrażliwości wzrostu rocznych kosztów zakupu gazu w największych spółkach chemicznych ze względu na wysokość podwyżki taryfy od 1 stycznia 2012

	zużycie roczne w mln m3	dodatkowe koszty w skali roku w mln PLN			
		podwyżka 5%	10%	15%	20%
ZAP	1 000	123,0	178,3	233,8	289,2
Police	450	55,3	80,2	105,2	130,1
GK ZA Tamów	1 100	135,3	196,1	257,1	318,1
PKN Orlen	1 300	159,9	231,8	303,9	375,9

Źródło: 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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
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

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

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@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

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: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova.

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.