

**Paliwa**

Polska

Cena bieżąca	4,04 PLN
Cena docelowa	3,69 PLN
Kapitalizacja	23,8 mld PLN
Free float	6,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	35,85 mln PLN

Struktura akcjonariatu

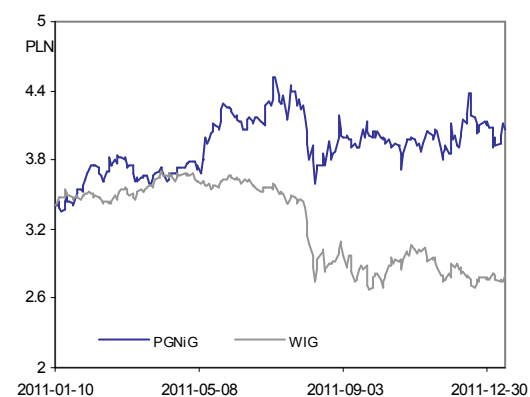
Skarb Państwa	72,41%
Pozostali	27,59%

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 zmiennych warunkach makro decyzje regulatora mają dla Spółki jeszcze większe znaczenie. Stabilizację przepływów pieniężnych zapewniają segment dystrybucyjny i wydobywczy.

Profil spółki

PGNiG jest największą w Polsce spółką w sektorze wydobywania i dystrybucji gazu ziemnego o rocznej sprzedaży ponad 14 mld m³ gazu. Dodatkowo, Spółka działa w segmencie wydobywania ropy naftowej, której sprzedaż wyłączona jest z systemu taryfowego, dzięki czemu jest wysoce rentowna.

Kurs akcji PGNiG na tle WIG**Kamil Kliszcz**

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

PGNiG

Redukuj

PGN PW; PGNI.WA

(Obniżona)

Konsensus na 2012 bardzo optymistyczny

Otoczenie osłabiającego się złotego jest skrajnie niekorzystne dla wyników segmentu obrotu w PGNiG i choć słabe wyniki w tym obszarze w najbliższych kwartałach mogą być traktowane jako zdarzenia jednorazowe, to skala strat na handlu gazem będzie wpływać w krótkim okresie negatywnie na notowania. W szacunkach na rok 2012 zakładamy 10% podwyżkę taryfy przy średnim kursie USD/PLN na poziomie 3,34 (aktualnie 3,48). W naszej opinii Spółka nie powinna być obecnie traktowana jako inwestycja defensywna, gdyż ryzyko dla obniżenia prognoz rynkowych pozostaje wysokie (konsensus zysku netto na rok 2012 wynosi aż 2,3 mld PLN). Dodatkowym obciążeniem jest pomysł wprowadzenia podatku od wydobywania ropy i gazu, który znacznie ogranicza potencjał wzrostowy związany z planowanym zwiększeniem produkcji ropy LMG (optymistycznie zakładamy wprowadzenie obciążenia dopiero w 2015 roku). W obecnych relacjach cenowych taryfy i gazu importowanego nie widzimy też realnych szans na liberalizację rynku w 2013 roku. Wbrew kształtującemu się konsensusowi, zalecamy więc dużą ostrożność przy inwestycji w akcje PGNiG. Obniżamy rekomendację do redukuj i cenę docelową z 4,16 PLN do 3,69 PLN.

Mapa drogowa liberalizacji rynku gazu

Na początku stycznia URE przesłał do resortu gospodarki projekt mapy drogowej liberalizacji polskiego rynku gazu. Zakłada on uruchomienie w połowie tego roku hurtowych aukcji surowca będącego w dyspozycji PGNiG. Jeśli takie rozwiązanie będzie pozytywnie ocenione jako platforma ustalania rynkowej ceny, URE może zdecydować o uwolnieniu cen dla przemysłu z początkiem 2013 roku. W naszej ocenie przy obecnym dyferencjale cen gazu z kontraktu jamalskiego i taryfy (prawie 60%) zapewnienie płynności na wspomnianych aukcjach mogłoby się odbyć tylko w przypadku dużych strat po stronie PGNiG (alternatywni dostawcy byłiby zainteresowani zakupem gazu tylko poniżej obecnej taryfy), tak więc harmonogram uważamy za nierealny, przynajmniej przy takich warunkach makro (warunkiem koniecznym albo umocnienie złotego albo znaczna podwyżka taryfy).

Nowy podatek od wydobywania w drodze

Resort finansów chce aby projekt ustawy wprowadzającej podatek od wydobywania ropy i gazu był gotowy jeszcze w tym roku. Nadal nie znamy ostatecznej daty wejścia nowych zasad w życie, pojawiają się zarówno rok 2013 jak i 2015 po uruchomieniu produkcji gazu łupkowego. W przypadku PGNiG w obecnym kształcie implikowałoby to odpowiednio spadek wyceny o około 0,23 PLN/akcję dla takiej wysokości obciążenia (podatek dotyczyłby zysków z wydobywania ropy i gazu pozataryfowego, mając na względzie znaczny wzrost wolumenu ropy po uruchomieniu projektu LMG). W naszym modelu zdecydowaliśmy się uwzględnić podatek na poziomie 30% począwszy od roku 2015.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	19 331,5	21 281,2	22 927,9	26 649,4	29 195,9
EBITDA	2 871,1	4 411,4	2 855,0	3 894,7	6 676,7
marża EBITDA	14,9%	20,7%	12,5%	14,6%	22,9%
EBIT	1 374,9	2 886,7	1 322,4	1 740,0	4 325,1
Zysk netto	1 235,2	2 453,7	1 281,0	967,6	2 899,7
DPS	0,03	0,02	0,12	0,09	0,08
P/E	19,3	9,7	18,6	24,6	8,2
P/CE	8,7	6,0	8,5	7,6	4,5
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	8,6	5,6	9,4	8,1	4,6
DYield	0,6%	0,6%	3,0%	2,1%	2,0%

Założenia makroekonomiczne

W poniższej tabeli przedstawiamy założenia makroekonomiczne przyjęte do modelu DCF.

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Cena ropy w USD/Bbl	80	111	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Cena ropy z 9M opóźnieniem w USD/Bbl	64	75	108	100	100	100	100	100	100	100	100
Cena gazu importowanego w USD/tys. m ³	338	444	494	463	463	463	463	463	463	463	463
Średni poziom taryfy hurtowej w PLN/tys. m ³	952	1039	1219	1218	1158	1131	1141	1149	1156	1163	1170
PLN/USD średniorocznie	3,02	2,96	3,34	3,00	2,80	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70
EUR/PLN średniorocznie	3,99	4,12	4,45	3,99	3,72	3,59	3,59	3,59	3,59	3,59	3,59
Sprzedaż gazu w PGNiG w mld m ³	14,2	14,3	14,0	15,1	15,7	16,3	16,9	17,3	17,7	18,2	18,6
Import gazu w mld m ³	10,1	10,0	9,7	10,6	11,2	11,8	12,4	12,8	13,2	13,7	14,1
Wydobycie krajowe w mld m ³	4,2	4,3	4,3	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Wydobycie ropy naftowej w mln ton	0,5	0,5	0,5	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Sprzedaż gazu poza taryfą w mld m ³	0,67	0,65	0,67	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
Zagraniczne wydobycie ropy w mln ton	0,0	0,0	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Zagraniczne wydobycie gazu w mld m ³	0,0	0,0	0,3	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Źródło: Bloomberg, PGNiG, szacunki DI BRE

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF (po uwzględnieniu wartości posiadanych udziałów w EuRoPolGazie) oraz wyceny porównawczej, cenę docelową akcji PGNiG szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 3,69 PLN i rekomendujemy redukcję akcji tej Spółki.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	3,52
Wycena DCF	50%	3,32
	cena wynikowa	3,42
	cena docelowa za 9 m-cy	3,69

Wycena DCF

Założenia modelu

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec grudnia 2011 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2010 roku (skorygowany o koszt przejęcia elektrociepłowni Vattenfalla). Do wartości firmy dodajemy wartość pakietu ZA Tarnów sprzedanego w zeszłym roku (148 mln PLN), aktywa z tytułu podatku odroczonego w Norwegii na 299 mln PLN, a także dywidendę 708 mln PLN.
- W modelu uwzględniamy przedstawione wcześniej założenia makroekonomiczne i pełną konsolidację przejętych aktywów Vattenfalla od stycznia 2012.
- Capex po roku 2013 obniżamy do poziomu wydatków odtworzeniowych z uwagi na fakt, iż w naszych prognozach wydobycia gazu i ropy nie uwzględniamy żadnych nowych projektów poza tymi prowadzonymi obecnie.
- Oczekujemy, że uruchomienie projektu LMG rozpocznie się w połowie 2013 roku i począwszy od 2014 roku wydobywanie ropy naftowej zwiększy się do poziomu 0,9 mln ton.
- Wartość firmy powiększamy o wartość księgową posiadanego przez PGNiG pakietu spółki EuRoPolGaz (0,539 mld PLN).
- W roku 2020 amortyzacja jest niższa niż CAPEX, co nie jest możliwe do utrzymania w dłuższym terminie, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 3,0 mld PLN.
- Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę sprzedaży na poziomie 2,4% oraz marżę EBITDA z roku 2020 przy odrębnym uwzględnieniu projektu norweskiego i pakistańskiego.
- Po roku 2020 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,8%, współczynnik beta na poziomie 0,9.

Model DCF wyceny akcji PGNiG

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
Przychody ze sprzedaży	22 928	26 649	29 196	29 304	30 198	31 197	32 062	33 105	34 165	34 990	35 834
zmiana	7,7%	16,2%	9,6%	0,4%	3,0%	3,3%	2,8%	3,3%	3,2%	2,4%	2,4%
EBITDA	2 855,0	3 894,7	6 676,7	6 754,6	6 832,3	6 951,0	7 108,4	7 413,9	7 611,5	7 591,0	7 695,2
marża EBITDA	12,5%	14,6%	22,9%	23,0%	22,6%	22,3%	22,2%	22,4%	22,3%	21,7%	21,5%
Amortyzacja	1 532,6	2 154,8	2 351,7	2 631,7	2 730,6	2 779,6	2 781,3	2 573,3	2 659,8	2 752,5	3 031,2
EBIT	1 322,4	1 740,0	4 325,1	4 122,9	4 101,6	4 171,4	4 327,1	4 840,6	4 951,8	4 838,4	4 663,9
marża EBIT	5,8%	6,5%	14,8%	14,1%	13,6%	13,4%	13,5%	14,6%	14,5%	13,8%	13,0%
Opodatkowanie EBIT	252,7	530,5	1 140,1	918,3	1 378,9	1 356,9	1 438,2	1 776,6	1 883,4	1 805,3	1 772,1
NOPLAT	1 069,7	1 209,5	3 185,0	3 204,6	2 722,7	2 814,4	2 889,0	3 064,0	3 068,4	3 033,1	2 891,8
CAPEX	-4 854	-3 484	-3 528	-3 268	-2 958	-2 996	-3 026	-3 057	-3 031	-3 064	-3 031
Kapitał obrotowy	45,4	-410,0	-376,9	-250,8	-112,1	-93,7	-73,9	-77,3	-79,2	-78,5	-79,2
Dotacje	251,5	251,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-2 206,4	-529,2	1 632,2	2 317,8	2 383,5	2 504,0	2 569,9	2 502,6	2 617,8	2 643,5	2 812,6
WACC	9,8%	9,2%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%	9,9%	10,0%	10,3%	10,3%	10,3%
współczynnik dyskonta	100,0%	91,6%	83,7%	76,5%	69,8%	63,6%	57,9%	52,6%	47,7%	43,2%	43,2%
PV FCF	-2 206,4	-484,6	1 366,4	1 772,4	1 663,3	1 592,5	1 487,6	1 316,9	1 248,4	1 142,5	
WACC	9,8%	9,2%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%	9,9%	10,0%	10,3%	10,3%	10,3%
Koszt długu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
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	19,1%	30,5%	26,4%	22,3%	33,6%	32,5%	33,2%	36,7%	38,0%	37,3%	38,0%
Dług netto / EV	11,5%	23,7%	20,0%	17,8%	15,8%	12,9%	9,8%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
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%	Analiza wrażliwości					
Wartość rezydualna (TV)	33 725	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	14 576		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	8 899	WACC +1,0pp	2,87	3,06	3,29	3,57	3,93
Wartość firmy (EV)	23 475	WACC +0,5pp	2,96	3,17	3,42	3,74	4,15
Dług netto	5 034	WACC	3,06	3,29	3,57	3,93	4,41
Udziałowcy mniejszościowi	10	WACC -0,5pp	3,17	3,42	3,74	4,15	4,71
Wartość firmy	18 441	WACC -01,0pp	3,29	3,57	3,93	4,41	5,07
Wartość udziałów w EuRoPolGazie	539						
Zagraniczne projekty wydobywcze (bez Norwegii)	159						
Wartość sprzedanych udziałów w ZA Tarnów	148						
Aktywa podatkowe na projekcie norweskim	299						
Ostateczna wartość PGNiG	19 573						
Liczba akcji (mln)	5 900						
Wartość firmy na akcję (PLN)	3,32						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,7%						
Cena docelowa	3,57						
EV/EBITDA('12) dla ceny docelowej	6,7						
P/E('12) dla ceny docelowej	21,8						
Udział TV w EV	62%						

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 niemiarodajne wyniki uzyskiwane na bazie mnożnika cena/zysk netto. Horyzont wyceny porównawczej ustaliliśmy na lata 2011-13 i dla każdego roku przyjęliśmy identyczną wagę. Ostateczny wynik uzyskany z wyceny porównawczej powiększamy o wartość zagranicznych inwestycji wydobywczych (tych niekonsolidowanych w rachunku wyników) i wartość EuRoPolGazu, a także sprzedany w tym roku pakiet ZAT oraz norweskie aktywa podatkowe rozpoznane na koniec 2010 roku.

	Cena	P/CE				EV/EBITDA			
		2010	2011P	2012P	2013P	2010	2011P	2012P	2013P
Centrica	2,83	6,9	6,5	6,1	5,6	5,8	5,4	4,9	4,6
Enagas	14,49	6,0	5,4	5,0	4,7	8,4	7,7	7,0	6,4
E.ON.	16,12	3,6	5,2	4,5	4,2	5,0	7,2	6,2	5,7
Gaz de France	20,76	4,5	4,3	4,1	3,8	6,0	5,4	5,0	4,6
Gazprom	179,57	3,8	2,6	2,6	2,8	4,2	2,9	3,0	3,2
Gas Natural SDG	12,76	4,5	4,2	4,0	3,8	7,2	7,1	6,8	6,5
Novatek	392,94	27,3	16,7	14,4	11,9	22,2	13,6	12,1	10,1
RWE AG	27,36	2,7	3,3	3,1	3,2	3,6	4,3	4,1	4,2
Snam Rete Gas	3,35	7,1	7,6	7,1	7,0	9,2	8,7	8,3	7,9
Maksimum		27,3	16,7	14,4	11,9	22,2	13,6	12,1	10,1
Minimum		2,7	2,6	2,6	2,8	3,6	2,9	3,0	3,2
Mediana		4,5	5,2	4,5	4,2	6,0	7,1	6,2	5,7
PGNiG*	4,04	5,8	8,2	7,4	4,4	6,4	9,9	7,2	4,2
(premia / dyskonto)		29,8%	57,8%	65,1%	6,2%	6,4%	39,7%	17,5%	-26,5%
Implikowana wycena									
Mediana		4,5	5,2	4,5	4,2	6,0	7,1	6,2	5,7
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 zagranicznych projektów wydobywczych	0,03								
Aktywa podatkowe na projekcie norweskim	0,05								
Wartość sprzedanego pakietu ZA Tarnów	0,03								
Ostateczna wartość 1 akcji PGNIG	3,52								

*EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2010

przy kalkulacji wskaźników od kapitalizacji rynkowej odejmujemy wartość EuRoPolGazu (wyniki będące podstawą kalkulacji wskaźników są oczyszczone z wpływu tych czynników), wartość sprzedanego pakietu ZAT i wartość zagranicznych projektów wydobywczych bez Norwegii (na tym etapie jest to wielkość poniesionych nakładów)

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	16 652,1	18 432,0	19 331,5	21 281,2	22 927,9	26 649,4	29 195,9
zmiana	9,6%	10,7%	4,9%	10,1%	7,7%	16,2%	9,6%
EBIT, w tym	861,0	800,7	1 374,9	2 886,7	1 322,4	1 740,0	4 325,1
Segment Wydobycie i Produkcja	1 019,1	918,4	173,7	587,6	1 170,6	1 866,5	2 580,2
Segment Obrót i Magazynowanie	1 187,0	-509,9	112,9	815,5	-643,9	-1 313,7	376,2
Segment Dystrybucja	-1 311,1	418,7	1 085,9	1 491,2	803,3	829,8	991,4
Segment Energetyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	365,0	384,9
Pozostałe i wyłączenia konsolidacyjne	-34,1	-26,6	2,4	-7,6	-7,6	-7,6	-7,6
Koszty, zyski, odpisy jednorazowe	-1 613,0	-111,0	104,0	-80,0	0,0	0,0	0,0
EBIT oczyszczony	2 474,0	911,7	1 270,9	2 966,7	1 322,4	1 740,0	4 325,1
zmiana	-41,4%	-7,0%	71,7%	110,0%	-54,2%	31,6%	148,6%
marża EBIT	14,9%	4,9%	6,6%	13,9%	5,8%	6,5%	14,8%
Wynik na działalności finansowej	157,8	134,5	108,7	50,1	72,3	-297,9	-351,6
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-16,0	0,2	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Zysk brutto	1 002,7	935,4	1 483,2	2 936,1	1 394,0	1 441,3	3 972,8
Podatek dochodowy	86,7	69,6	246,3	478,9	113,0	473,7	1 073,2
Udziałowcy mniejszościowi	1,0	0,4	1,6	3,4	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	915,0	865,3	1 235,2	2 453,7	1 281,0	967,6	2 899,7
zmiana	-31,1%	-5,4%	42,8%	98,6%	-47,8%	-24,5%	199,7%
marża	5,5%	4,7%	6,4%	11,5%	5,6%	3,6%	9,9%
Amortyzacja	1 430,3	1 424,9	1 496,2	1 524,7	1 532,6	2 154,8	2 351,7
EBITDA	2 291,3	2 225,6	2 871,1	4 411,4	2 855,0	3 894,7	6 676,7
zmiana	-17,2%	-2,9%	29,0%	53,7%	-35,3%	36,4%	71,4%
marża EBITDA	13,8%	12,1%	14,9%	20,7%	12,5%	14,6%	22,9%
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	0,1	0,2	0,4	0,2	0,2	0,5
CEPS	0,4	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,9
ROAE	4,3%	4,1%	5,9%	10,9%	5,4%	4,0%	11,3%
ROAA	3,1%	3,0%	4,1%	7,5%	3,5%	2,4%	6,4%

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	28 401,9	29 745,3	31 074,4	34 316,2	37 902,5	43 953,1	46 807,1
Majątek trwały	22 131,1	22 573,6	24 657,5	27 432,9	30 606,4	35 395,2	36 571,1
Rzeczowe aktywa trwałe	18 715,5	20 587,0	22 888,9	25 662,2	28 927,2	30 258,9	31 450,2
Wartości niematerialne i prawne	84,6	151,7	173,5	246,7	303,2	300,2	284,9
Udziały w innych podmiotach	557,5	556,9	556,5	555,8	555,8	555,8	555,8
Pozostałe aktywa trwałe	2 773,4	1 278,0	1 038,6	968,1	820,1	4 280,2	4 280,2
Majątek obrotowy	6 270,8	7 171,7	6 416,9	6 883,4	7 296,1	8 557,8	10 236,0
Zapasy	1 216,0	1 721,3	1 258,9	1 049,6	1 623,4	2 029,1	2 385,2
Należności krótkoterminowe	3 331,0	3 716,9	3 680,0	4 061,2	4 127,0	4 796,9	5 255,3
Pozostałe aktywa obrotowe	140,2	311,6	281,6	399,3	399,3	399,3	399,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	1 583,6	1 421,9	1 196,3	1 373,3	1 146,4	1 332,5	2 196,2
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	28 401,9	29 745,3	31 074,4	34 316,2	37 902,5	43 953,1	46 807,1
Kapitał własny	21 013,1	20 706,9	21 424,9	23 506,0	24 079,8	24 535,7	26 952,2
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	15 113,1	14 806,9	15 524,9	17 606,0	18 179,8	18 635,7	21 052,2
Kapitał mniejszości	8,7	9,0	10,5	13,4	13,4	13,4	13,4
Zobowiązania długoterminowe	3 879,6	4 058,6	3 740,3	4 973,3	5 888,9	7 951,8	7 951,8
Pożyczki i kredyty	31,4	41,1	44,1	969,9	1 885,4	3 948,3	3 948,3
Pozostałe	3 848,2	4 017,6	3 696,2	4 003,5	4 003,5	4 003,5	4 003,5
Zobowiązania krótkoterminowe	3 500,6	4 970,7	5 898,8	5 823,4	7 920,4	11 452,2	11 889,7
Pożyczki i kredyty	106,7	871,8	1 984,1	1 229,2	2 389,6	5 004,2	5 004,2
Zobowiązania handlowe	2 408,0	3 222,5	2 733,4	3 291,5	3 976,6	4 642,2	5 079,7
Pozostałe	985,9	876,4	1 181,3	1 302,7	1 554,2	1 805,7	1 805,7
Dług	138,1	912,8	2 028,2	2 199,1	4 275,0	8 952,6	8 952,6
Dług netto	-1 445,5	-509,1	831,8	825,8	3 128,6	7 620,1	6 756,4
(Dług netto / Kapitał własny)	-6,9%	-2,5%	3,9%	3,5%	13,0%	31,1%	25,1%
(Dług netto / EBITDA)	-0,6	-0,2	0,3	0,2	1,1	2,0	1,0
BVPS	3,6	3,5	3,6	4,0	4,1	4,2	4,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	3 028,7	1 492,9	2 554,9	3 843,3	2 929,8	3 063,1	5 402,4
Zysk netto	915,0	865,3	1 235,2	2 453,7	1 281,0	967,6	2 899,7
Amortyzacja	1 430,3	1 424,9	1 496,2	1 524,7	1 532,6	2 154,8	2 351,7
Kapitał obrotowy	-606,5	-145,9	-46,7	52,7	45,4	-410,0	-376,9
Pozostałe	1289,9	-651,4	-129,9	-187,8	70,7	350,7	528,0
Przepływy inwestycyjne	-2 455,6	-2 208,9	-3 637,7	-3 558,8	-4 454,6	-6 732,0	-3 527,6
CAPEX	-2 980,0	-2 579,5	-3 840,8	-3 669,9	-4 854,1	-3 483,5	-3 527,6
Pozostałe	524,4	370,6	203,1	111,1	399,5	-3248,5	0,0
Przepływy finansowe	-2 547,5	552,0	858,2	-107,9	1 297,9	3 855,0	-1 011,1
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-2 295,4	769,8	1 112,3	171,5	2 075,9	4 677,5	0,0
Dywidenda (buy-back)	-153,0	-171,0	-148,5	-132,0	-708,0	-512,4	-483,8
Pozostałe	-99,1	-46,9	-105,6	-147,4	-70,0	-310,1	-527,3
Zmiana stanu środków pieniężnych	-1 975,6	-161,7	-225,6	177,0	-226,9	186,1	863,7
Środki pieniężne na koniec okresu	1 583,6	1 421,9	1 196,3	1 373,3	1 146,4	1 332,5	2 196,2
DPS (PLN)	0,17	0,19	0,03	0,02	0,12	0,09	0,08
FCF	-1 381,9	-569,4	-1 262,7	315,3	-2 066,6	-472,5	1 699,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	17,9%	14,0%	19,9%	17,2%	21,2%	13,1%	12,1%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	26,0	27,5	19,3	9,7	18,6	24,6	8,2
P/CE	10,2	10,4	8,7	6,0	8,5	7,6	4,5
P/BV	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
P/S	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
FCF/EV	-6,2%	-2,4%	-5,1%	1,3%	-7,7%	-1,5%	5,6%
EV/EBITDA	9,8	10,5	8,6	5,6	9,4	8,1	4,6
EV/EBIT	9,1	25,6	19,4	8,3	20,4	18,1	7,1
EV/S	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,0
DYield	4,2%	4,7%	0,6%	0,6%	3,0%	2,1%	2,0%
Cena (PLN)	4,04						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	5900,0	5900,0	5900,0	5900,0	5900,0	5900,0	5900,0
MC (mln PLN)	23 836,0	23 836,0	23 836,0	23 836,0	23 836,0	23 836,0	23 836,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	8,7	9,0	10,5	13,4	13,4	13,4	13,4
EV (mln PLN)	22 399,2	23 335,9	24 678,3	24 675,2	26 978,1	31 469,5	30 605,8

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.kliszczyk@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

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. 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	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2011-06-03	2011-07-06	2011-09-06	2011-11-22
kurs z dnia rekomendacji	4,36	4,40	4,00	3,89
WIG w dniu rekomendacji	49824,93	48581,57	38992,56	38119,53