16 listopada 2009

Komentarz specjalny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Sektor energetyczny

Polska

PGE

PGEA.PW; PGEPa.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

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

Prognoza roczna niezagrożona

Obecna cena 25,92 PLN, Cena docelowa 27,49 PLN

Skonsolidowane wyniki PGE za 1-3Q'09 implikują wykonanie naszej rocznej prognozy zysku netto i EBIT na poziomie 76%, co w kontekście sezonowego wzrostu wolumenów zużycia energii elektrycznej w 4Q i malejącej ujemnej dynamiki w ujęciu r/r sygnalizowanej przez dane PSE, powinno pozwolić PGE na wypracowanie w tym roku ponad 3,3 mld PLN zysku netto i około 8 mld PLN EBITDA. Wysoki poziom przepływów operacyjnych (2 mld PLN w 3Q'09) stwarza szansę na obniżenie długu netto na koniec roku w stosunku do naszej prognozy (po uwzględnieniu gotówki z emisji oczekujemy zadłużenia netto w kwocie 65 mln PLN), co może poprawić wskaźnik EV/EBITDA i uatrakcyjnić wycenę PGE na tle porównywalnych spółek z Europy (na bazie wyższego długu netto z roku 2008 dyskonto w wycenie wynosi 7%). Sporym ryzykiem pozostaje nadal nierozstrzygnięty spór z URE o wysokość rekompensat z tytułu KDT (szerzej opisujemy tę kwestię w naszym ostatnim raporcie analitycznym), a obawy inwestorów może w krótkim terminie zwiększać decyzja konkurencyjnej Enei o odpisaniu całości spornej kwoty w raporcie za 3Q'09. Decyzji sądu w tej sprawie nie należy się jednak spodziewać w najbliższych tygodniach. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację i zalecamy przeważanie PGE vs. CEZ.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy PGE

(mln PLN)	IIIQ2009	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ 2009	I-IIIQ 2008	zmiana	2009P	wykonanie %
Przychody	4 770,3	4 219,8	13,0%	15 870,4	14 909,0	6,4%	22 382,3	71%
EBITDA	1 754,7	1 253,4	40,0%	5 963,2	5 461,8	9,2%	7 958,9	75%
marża EBITDA	36,8%	29,7%	23,8%	37,6%	36,6%	-	35,6%	-
EBIT	1 113,0	673,2	65,3%	4 025,8	2238,8	79,8%	5 309,7	76%
Zysk brutto	1 140,8	736,6	54,9%	4 016,0	2292,4	75,2%	5 199,3	77%
Zysk netto	727,2	475,7	52,9%	2 521,9	1407,6	79,2%	3 316,2	76%

Źródło: PGE, szacunki DI BRE

Utrzymana wysoka rentowność- nie ma zagrożeń dla rocznej prognozy

W 3Q 2009 PGE wypracowało 727 mln PLN zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej, co implikuje 2,5 mld PLN zysku netto po trzech kwartałach, czyli 76% naszej rocznej prognozy. Na poziomie operacyjnym Spółka wygenerowała 1,1 mld PLN zysku, w tym 788,8 mln PLN w segmencie wytwarzania energii, który zaksięgował w tym, okresie 297 mln PLN przychodów z tytułu rekompensat KDT wobec 394,6 mln PLN przed rokiem. EBIT segmentu wytwarzania energii po trzech kwartałach wykonał 76% naszej rocznej prognozy. W przypadku segmentów sprzedaży detalicznej i dystrybucji wykonanie naszych prognoz jest nieco niższe (odpowiednio 72% i 68%), ale wynika to z sezonowości i nie widzimy zagrożenia dla rocznych szacunków. Bardzo dobry wynik na poziomie 149 mln PLN zanotował natomiast segment sprzedaży hurtowej, który po 3 kwartałach wykonał już 87% naszej rocznej prognozy (rok temu wynik segmentu po oczyszczeniu o jednorazowy odpis wyniósł 116 mln PLN. W 3Q'09 PGE nie zanotowała żadnych istotnych przychodów/kosztów o charakterze jednorazowym (saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +7 mln PLN vs. -132 mln PLN rok temu). Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło -47 mln PLN vs. -90 mln PLN (różnica r/r to efekt wysokich dodatnich różnic kursowych związanych z przeszacowaniem walutowych pozycji bilansowych). Dodatkowo Spółka zanotowała 75 mln PLN zysku z jednostek konsolidowanych metodą praw własności. Po uwzględnieniu zysku netto przyporządkowanego akcjonariuszom mniejszościowym (200 mln PLN) skonsolidowany wynik netto wyniósł 727 mln PLN. Obecnie nie widzimy zagrożenia dla naszej rocznej prognozy dla PGE. Zysk netto jednostki dominującej w okresie 1-3Q'09, stanowiący podstawę do ewentualnej zaliczki na dywidendę, wyniósł 1,03 mld PLN, co oznacza że maksymalny poziom zaliczki może sięgnąć 30 groszy na akcję.

Rekompensaty KDT vs. decyzja Enei

Łączna wartość przychodów z tytułu rekompensat zaksięgowanych przez Spółkę w pierwszych trzech kwartałach tego roku wynosi 1,1 mld PLN, co implikuje 76% realizacji naszej prognozy. Przypominamy jednak, że nadal toczy się spór PGE z URE dotyczący wysokości przysługujących rekompensat. Regulator nalicza bowiem niższe zaliczki z tego tytułu, niż wynika to z interpretacji ustawy przez spółki wytwórcze. W związku z tym część przychodów rozpoznawana przez PGE ma charakter księgowy i powiększa pozostałe należności. Sporna kwota za rok 2008 wynosi około 427 mln PLN. W okresie 1-3Q'09 różnica ta wynosi natomiast 0,6-0,7 mld PLN i w przypadku negatywnej decyzji sądu Spółka musiałaby dokonać odpisów na te kwoty. Zarząd jest jednak przekonany, iż odwołania zostaną rozstrzygnięte w sposób korzystny dla spółek Grupy PGE. Decyzji sądu nie należy się jednak spodziewać w perspektywie najbliższych tygodni. Negatywnym sygnałem dla inwestorów może być jednak decyzja Zarządu Enei, który postanowił już w 3Q'09 odpisać sporne kwoty rekompensat (-104 mln PLN obciążyło zyski 2009 roku), argumentując to brakiem możliwości przewidzenia ostatecznych rozstrzygnięć sądowych. Nie przesądza to oczywiście o wyroku i może wynikać z chęci oczyszczenia bilansu w kontekście przełożonej na przyszły rok prywatyzacji Enei, ale w krótkim terminie może zwiększyć obawy rynku.

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.

Skonsolidowane wyniki Grupy PGE wg. segmentów

(mln PLN)	1H 2008	3Q 2008	4Q 2008	1H 2009	3Q 2009	wykonanie 2009 %
EBIT	**1 565,7**	**673,2**	**1 023,5**	**2 912,7**	**1 113,0**	75%
Wydobycie i wytwarzanie	773,7	561,7	1 308,8	2 176,8	788,8	76%
Energetyka odnawialna	71,6	34,4	9,7	39,9	19,6	83%
Dystrybucja energii	296,6	87,6	-152,2	207,9	60,2	68%
Sprzedaż hurtowa	309,2	-45,2	-192,8	199,8	149,4	87%
Sprzedaż detaliczna	47,1	25,3	2,1	206,1	82,6	72%
Pozostała działalność	67,5	9,4	47,8	82,2	12,5	62%
Rekompensaty KDT	396,5	394,6	530,9	818,2	297,8	76%
Produkcja w TWh	**27,6**	**13,9**	**14,4**	**26,4**	**13,2**	**71%**
węgiel brunatny	18,3	9,7	10,2	17,9	9,0	70%
węgiel kamienny	7,7	3,7	3,4	6,8	3,8	72%
gaz	1,1	0,1	0,8	1,1	0,2	65%
woda i wiatr	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2	80%

Źródło: PGE, szacunki DI BRE

Wysoki cash flow operacyjny, spadek długu netto

W 3Q 2009 PGE wygenerowało aż 2 mld PLN gotówki z działalności operacyjnej, co było przede wszystkim konsekwencją wysokiego strumienia EBITDA, gdyż saldo na kapitale obrotowym było neutralne. Przy dodatkowym wsparciu otrzymanej dywidendy z Polkomtela (ponad 220 mln PLN) pozwoliło to na obniżenie długu netto o 231 mln PLN do poziomu 3,9 mld PLN, mimo realizowanej płatności dywidendowej do Skarbu Państwa (-1,1 mld PLN łącznie z wypłatą z zysku) i nakładów inwestycyjnych na poziomie 893 mln PLN. W tym kontekście nasza prognoza długu netto na koniec roku na poziomie 69,5 mln PLN (po uwzględnieniu 6 mld PLN gotówki z IPO) wydaje się konserwatywna, mimo oczekiwanych wyższych nakładów inwestycyjnych w ostatnim kwartale i płatności za resztówki do Skarbu Państwa (236 mln PLN).

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.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.kliszcz@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

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

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

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. 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, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka.
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.