

16 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Sektor gazowy**

Polska

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

PGNI.WA; PGN PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

Techniczna korekta raportu za 3Q'09**Obecna cena 3,70 PLN, Cena docelowa 4,11 PLN**

PGNiG w komunikatach giełdowych poinformowało o technicznej korekcie sprawozdań finansowych za 1H'09 i 3Q'09 w związku z błędną prezentacją wyników operacyjnych segmentu obrotu i segmentu wydobywczego. Spółka w opublikowanych raportach dokonała niepoprawnej klasyfikacji kosztów usług geologicznych w ramach tych segmentów, co zawyżyło wynik na działalności wydobywczej za 3 kwartały 2009 roku o 205 mln PLN, jednocześnie zaniżając EBIT segmentu obrotu o tę samą kwotę. Korekta nie wpływa na raportowany wynik netto, ale w naszej opinii ma znaczenie w kontekście interpretacji wyników za 3Q. Oznacza ona bowiem, że wbrew wcześniejszym wyjaśnieniom Spółki, wyższe koszty odwiertów na 150 mln PLN w segmencie wydobywczym nie były zneutralizowane przez „inne” przychody o charakterze jednorazowym, ale bezpośrednio zaniżyły zysk netto Grupy. Jednocześnie skorygowany EBIT na handlu gazem może wskazywać, że PGNiG przy obecnych relacjach taryfy i cen gazu z importu jest w stanie generować jeszcze wyższe marże niż szacowaliśmy. Utwierdza nas to w przekonaniu, że nasze prognozy dla tego segmentu na 4Q'09 i 1Q'10 są konserwatywne i perspektywa wyników Spółki w najbliższych kwartałach wygląda bardzo optymistycznie. Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację inwestycyjną. W niniejszym komentarzu prezentujemy nasze roczne prognozy wyników dla obu segmentów na rok 2009, skorygowane o zmiany dokonane przez PGNiG w danych za pierwsze trzy kwartały tego roku.

Prezentacja korekty historycznych danych finansowych PGNiG i technicznej zmiany prognozy DI BRE

(mln PLN)	było			powinno być			prognoza DI BRE 2009	
	1H'09	3Q'09	1-3Q'09	1H'09	3Q'09	1-3Q'09	poprzednia	skorygowana*
EBIT segmentu wydobywczego	255,9	162,8	418,7	192,1	21,3	213,4	658,2	452,9
EBIT segmentu obrotu	-1 226,1	339,9	-886,2	-1 162,3	481,4	-680,9	-191,3	14,0
Skonsolidowany zysk netto	-493,4	406,2	-87,2	-493,4	406,2	-87,2	887,1	887,1

*korekta nie ma wpływu na wycenę i odzwierciedla tylko zmiany danych historycznych wprowadzone przez PGNiG

Źródło: PGNiG, DI BRE

Zmiany w sprawozdaniach za 1H'09 i 3Q'09 dokonane przez Spółkę

PGNiG poinformowało w komunikacie o korekcie błędnych danych dotyczących zysku operacyjnego wg. segmentów w raportach za 1H'09 i 3Q'09. Spółka wskazuje, że błąd dotyczy reklasyfikacji kosztów usług geologiczno-poszukiwawczych, które są rejestrowane w Centrali PGNiG S.A. (wchodzącej w skład segmentu Obrót i Magazynowanie), a dotyczą segmentu Poszukiwanie i Wydobywanie. We wspomnianych raportach finansowych te koszty zostały niesłusznie uwzględnione ze znakiem + w segmencie wydobywczym i ze znakiem – w segmencie obrotu. Ostatecznie więc wynik segmentu wydobywczego za 1H'09 został zawyżony o 63,8 mln PLN, a w 3Q'09 aż o 141,5 mln PLN. Jednocześnie o te same kwoty zaniżono wynik segmentu obrotu. Pomyłka nie miała wpływu na prezentowany wynik netto PGNiG w tych okresach. Po korekcie wynik operacyjny segmentu wydobywczego w 1H'09 wyniósł 192 mln PLN (wcześniej podano 255 mln PLN), a w 3Q'09 tylko 21 mln PLN (wcześniej podano kwotę 163 mln PLN). W przypadku segmentu obrotu wartości EBIT w 1H'09 i 3Q'09 wynoszą odpowiednio -1162 mln PLN i 481 mln PLN, a nie jak informowano wcześniej -1226 mln PLN i 340 mln PLN.

Wpływ zmian na interpretację wyników 3Q'09 i ocenę perspektyw na kolejne okresy

Dokonana przez Spółkę korekta ma co prawda charakter techniczny (błąd w prezentacji segmentowej), ale w naszej opinii ma ona wpływ na interpretację opublikowanych wyników za 3Q'09. Obniżenie wyniku segmentu wydobywczego zwiększa czytelność rezultatów osiągniętych na tej działalności. W raporcie Spółka informowała bowiem o negatywnym wpływie na rezultat segmentu wyższych w ujęciu r/r o 150 mln PLN odpisów na nieudane odwierty, który został zneutralizowany przez „inne” jednorazowe przychody operacyjne (wynik w ujęciu r/r był bowiem przy niższych cenach ropy niższy tylko o 86 mln PLN). Tymczasem korekta wskazuje, że wspomniane przychody nie miały charakteru jednorazowego, ale wynikały z błędnego ich przypisania do tego segmentu. Oznacza to, że wynik operacyjny PGNiG za 3Q'09 był de facto zaniżony przez wspomniane koszty odpisów o 150 mln PLN. Wyższy niż pierwotnie informowano wynik segmentu obrotu pozwala naszym zdaniem na formułowanie tezy, iż przy obecnych relacjach taryfy i ceny surowca importowanego, Spółka prawdopodobnie jest w stanie na handlu gazem generować wyższe marże niż oczekiwaliśmy. Utwierdza nas to w przekonaniu, że nasze prognozy na najbliższe kluczowe dwa kwartały są konserwatywne (w 3Q'09 segment obrotu wypracował 481 mln PLN, a my szacujemy że w 4Q'09 i 1Q'10, przy znacznym wzroście wolumenów, EBIT na tej działalności wyniesie odpowiednio 694 mln PLN i 833 mln PLN). Ewentualne utrzymanie się sprzyjającego kursu USD/PLN powinno pozwolić na podwyższenie tych szacunków.

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.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

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 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 księgową

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 księgową) - 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, Ergoaparatura, 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, Rolimpex, 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.