

16 stycznia 2013

Aktualizacja raportu



BRE DOM INWESTYCYJNY



Paliwa
Polska

Zasoby wydobywalne* 346-768 mld m³

*w oparciu o szacunki PIG

	9MTP	Rekomendacja
Lotos	37,40	Redukuj
PGNiG	4,25	Trzymaj
PKN Orlen	50,0	Trzymaj

Koncesjonariusze na złożach w Polsce*

Podmiot	Liczba koncesji
3Legs Resources	9
BNK Petroleum	6
Chevron	4
Cuadrilla Resources	3
Dart Energy	1
Emfesz	5
ENI	3
ExxonMobil	2
Hutton Energy	6
Lotos	7
Marathon Oil	11
Petrolinvest	13
PGNiG	15
PKN Orlen	10
San Leon Energy	21
Talisman Energy	3

*koncesje na gaz niekonwencjonalny bądź koncesje mieszane (konwencjonalne i niekonwencjonalne zasoby)- udział bezpośredni bądź pośredni w koncesjach
*koncesje morskie mieszane

Gaz łupkowy w Polsce

Aktualny stan poszukiwań

W naszym raporcie z września 2011 roku dokonaliśmy pierwszej próby analizy rysującego się wówczas obrazu polskiego boomu łupkowego wskazując na potencjalne ryzyka (brak odwiertów poszukiwawczych, możliwe zmiany w podatkach, możliwą nieadekwatność doświadczeń amerykańskich) i dość odległą perspektywę ewentualnego rozpoczęcia produkcji. Obecnie po ponad 15 miesiącach od tamtego opracowania można postawić tezę, że proces poszukiwawczy nadal jest we wstępnej fazie, aczkolwiek w ostatnich miesiącach prace wiertnicze nabrały tempa, a zaplanowane na ten rok zabiegi szczelinowania otworów poziomych zwiększają szanse na bardziej konkretne komunikaty ze strony inwestorów. Dotychczasowe informacje nie były jednoznaczne, gdyż z jednej strony odnotowaną rezygnację z poszukiwań przez amerykański Exxon i głosy o małej podatności polskich łupków na spękanie, a z drugiej pojawiały się optymistyczne wiadomości z koncesji PGNiG czy 3Legs Resources. Na pewno dobrym miernikiem sentymentu wśród inwestorów będzie liczba odwiertów, która jest regularnie publikowana przez Ministerstwo Środowiska. Jeśli ostateczne ogłoszenie nowych przepisów podatkowych dla sektora (zmniejszające niepewność) przyniesie szeroką intensyfikację prac poszukiwawczych (skoncentrowaną nie tylko na kilku podmiotach), rynek kapitałowy może zacząć powoli dyskutować ostateczny sukces w wycenach zaangażowanych spółek. W przeciwnym wypadku historia łupkowa może podzielić losy analogicznej historii metanu w pokładach węgla. W niniejszym raporcie przyjmując szereg założeń ponownie podjęliśmy próbę kwantyfikacji niekonwencjonalnych koncesji posiadanych przez Orlen i PGNiG, które odzwierciedlają realizację pozytywnego scenariusza (nawet ponad 20% bieżącej kapitalizacji spółek). Wartości te nadal traktujemy jednak jako wstępne i będą one podlegały systematycznej weryfikacji w miarę pojawiania się nowych bardziej wiarygodnych danych z prowadzonych odwiertów.

Aktualny stan zaawansowania prac poszukiwawczych

Prace poszukiwawcze na razie nie nabrały jeszcze dużego tempa i liczba odwiertów (39) odbiega od pierwotnych oczekiwań resortu środowiska, który szacował że do końca 2012 inwestorzy wywiercą w sumie 49 (13 było do końca 2011 roku). Brak entuzjazmu w inwestycjach można z jednej strony tłumaczyć nieco rozczarującymi wynikami pierwszych analiz oraz niepewnością dotyczącą otoczenia podatkowego. W ostatnich miesiącach już po wycofaniu się koncernu ExxonMobil, pojawiła się jednak nieco bardziej optymistyczna retoryka podmiotów zaangażowanych w poszukiwania. O poprawiających się parametrach w kolejnych otworach informowali m.in. 3Legs Resources (testy na odwiercie Łebień, obiecujące wyniki na odwiercie Strzeszewo), BNK-Petroleum (wysoka obecność gazu na odwiercie Gapowo i kwalifikacja do szczelinowania), PGNiG (obecność gazu w pionowym odwiercie Opalino na koncesji Wejherowo) czy PKN Orlen (kwalifikacja odwiertu Wierzbica do szczelinowania). Obecnie czekamy na wyniki szczelinowania poziomego na należącym do PGNiG odwiercie Lubocino (przełom stycznia-lutego).

Waluacja koncesji według zmienionej metodologii

Wartość NPV projektów łupkowych należących do PKN Orlen i PGNiG (odpowiednio 5 mld PLN i 7 mld PLN dla pozytywnego scenariusza) oszacowaliśmy opierając się na analizie geologicznej zaprezentowanej w ostatnim raporcie PIG, połączonej z własnymi założeniami dotyczącymi pozostałych parametrów. Zwracamy uwagę, że kluczową zmienną jest EUR, czyli zasobność pojedynczego odwiertu, gdyż w dłuższym terminie będzie ona wpływać zarówno na koszty inwestycji (im większe zasoby tym większy spadek capex na wzór USA), jak i na cenę gazu (im większe zasoby tym niższa cena).

Kamil Kliszczyk

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszczyk@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

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

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@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 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.

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.

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.