

25 listopada 2008

PGNiG

kupuj

sektor ropy i gazu

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 3.50

Cena docelowa: 4.47

Po słabszych kwartałach będzie dużo lepiej

PGNiG po raz kolejny podał słabe wyniki. Spółka zawiodła na wszystkich liniach, a zysk netto wyniósł 179 mln PLN i był poniżej naszych oczekiwań o 79 mln PLN. IV kwartał będzie jeszcze słabszy, gdyż aktualnie występuje górka kosztowa gazu importowanego. Spółka powinna ponieść straty EBIT ok. 300 mln PLN. Jednak w związku ze spadającymi cenami ropy i małą, naszym zdaniem, szansą, że ceny ropy wrócą powyżej 80-100 USD/bbl, późniejsze kwartały będą coraz lepsze. Z powodu silnej poprawy uwarunkowań makro podnosimy cenę docelową z 4.19 PLN do 4.47 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.



Po słabych kwartałach nastąpi silna poprawa

Wyniki III kwartału nie zachwyciły. Podobnie powinno być w IV kwartale (bardzo prawdopodobna strata) i I połowie 2009. Jeżeli jednak aktualne warunki makro (zbliżony kurs USD/PLN oraz cen ropy) miałyby się utrzymać w najbliższych kwartałach, spółka albo będzie zmuszona do obniżania taryf albo zacznie pokazywać gigantyczne zyski (w 2010 EBIT mógłby wynieść 5.5 mld PLN). Oczywiście najbardziej prawdopodobny będzie wariant pośredni - silne zwiększenie zyskowności ograniczone zredukowanymi taryfami. Kwestia możliwości zmuszenia spółki do obniżenia taryf będzie kluczową kwestią w średnim terminie.

Podtrzymanie rekomendacji kupuj

Wyniki w najbliższych 3 kwartałach będą słabe. Powinno to być jednak z nadwyżką powetowane skokiem zysków w II połowie roku 2009. Istnieje duża szansa, że spółka przestanie w końcu tracić na gazie importowanym. Podnosimy nieznacznie wycenę, gdyż poprawa perspektyw zysków została częściowo zneutralizowana spadkiem cen spółek porównawczych oraz podwyższonym CAPEXem. Podwyższmy wycenę spółki z 4.19 do 4.47 oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	2.98/5.72
Liczba akcji (mln)	5900
Kapitałizacja (mln PLN)	20 650
EV (mln PLN)	19 521
Free float (mln PLN)	3 098
Średni obrót (mln PLN)	39.2
Główny akcjonariusz	Skarb Państwa
% akcji, % głosów	85%

	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	6.7	0.0	-33.6
Zmiana rel. WIG (%)	-1.0	32.4	17.9

Marcin Palenik, CFA

(022) 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2007	16 652.1	851.5	2 281.8	1 002.7	915.0	0.2	0.4	3.6	23.2	1.0	23.6	8.8	4.3
2008p	19 158.5	1 049.2	2 442.2	1 112.1	899.7	0.2	0.4	3.7	23.6	1.0	18.0	7.8	4.3
2009p	21 886.7	2 368.7	3 901.0	2 345.2	1 897.3	0.3	0.6	4.0	11.2	0.9	9.0	5.5	8.7
2010p	20 907.0	3 375.9	5 061.4	3 286.6	2 658.8	0.5	0.7	4.2	8.0	0.9	6.6	4.4	11.3
2011p	21 534.3	3 345.2	5 172.2	3 324.0	2 689.1	0.5	0.8	4.3	7.9	0.8	6.8	4.4	10.9

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki III kwartału

Skonsolidowane wyniki kwartalne PGNiG vs prognoza

mln PLN	III kwartał 2007	III kwartał 2008	zmiana	prognoza Millennium	wynik vs prognoza
Przychody	3 134.6	3 653.5	16.6%	3 755.0	-2.7%
EBITDA	760.4	529.0	-30.4%	750.0	-29.5%
EBIT	385.3	192.7	-50.0%	379.0	-49.2%
Zysk netto	301.8	179.0	-40.7%	258.4	-30.7%
Marże					
Marża EBITDA	24.3%	14.5%		20.0%	
Marża netto	9.6%	4.9%		6.9%	

Źródło: PGNiG, prognozy Millennium DM

Skonsolidowane wyniki kwartalne PGNiG

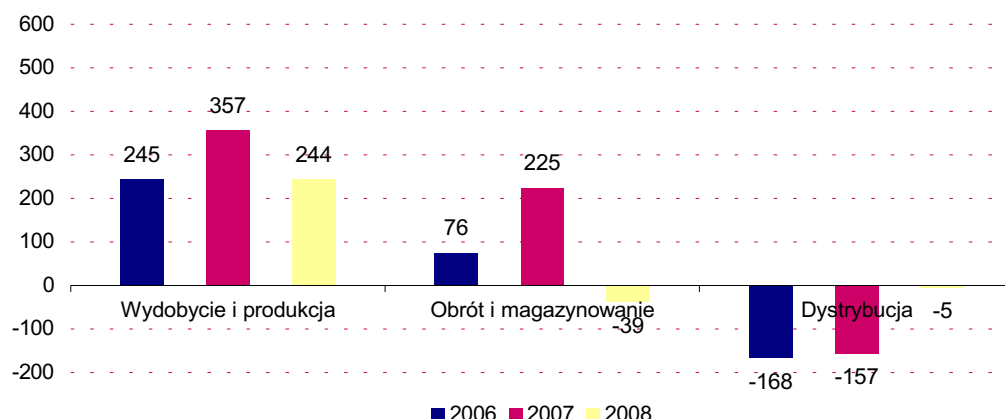
	III kw. 2007	III kw. 2008	zmiana I-III kw. 2007	I-III kw. 2008	zmiana	
Przychody	3 134.6	3 653.5	16.6%	11 575.1	12 913.1	11.6%
EBITDA	760.4	529.0	-30.4%	2 848.7	2 552.1	-10.4%
EBIT	385.3	192.7	-50.0%	1 771.2	1 494.4	-15.6%
Zysk netto	302.4	180.1	-40.4%	1 416.9	1 239.3	-12.5%
Marże						
Marża EBIT	12.3%	5.3%		15.3%	11.6%	
Marża EBITDA	24.3%	14.5%		24.6%	19.8%	
Marża netto	9.6%	4.9%		12.2%	9.6%	

Źródło: PGNiG

W III kwartale przychody ze sprzedaży PGNiGu wzrosły o 16.6% r/r do 3,653 mln PLN, co było nieznacznie poniżej naszych oczekiwań. Wzrost przychodów wynikał ze zwiększonego wolumenu gazu o 2.7% oraz zwiększonej taryfie (o ok. 14.7% od 25 kwietnia). Spółka zmniejszyła przychody ze sprzedaży ropy naftowej o 11.6%, ze względu na 26% spadek wolumenu sprzedaży oraz 19% wyższym jednostkowym cenom sprzedanej ropy licząc w PLN. Cena sprzedanej ropy była ok. 11% niższa niż można było oczekiwać na podstawie cen z notowań ropy. Spadek wydobycia ropy o 23.7% był pochodną dłuższego przestoju kopalni Dębno oraz problemów technicznych jednego z kontrahentów. O 33% wzrosły przychody z usług ze sprzedawanych na zewnątrz usług geofizycznych, geologicznych i poszukiwawczych. Część przychodów była wynikiem przesunięć zakończenia niektórych kontraktów z wcześniejszych kwartałów. Pozytywny wpływ dla tej części biznesu będzie miało w kolejnych kwartałach odbicie USD, w którym są denominowane kontrakty.

W III kwartale EBIT wyniósł 192.7 mln PLN i był wynikiem gorszym od oczekiwanego poziomu 379 mln PLN, zysk netto na poziomie 179 mln PLN był również niższy od oczekiwanych przez nas 258.4 mln PLN zysku (rynek oczekiwał 204 mln PLN). Słabszy wynik był przede wszystkim związany z mniejszym wydobyciem gazu z własnych złóż, co spowodowało większe zapotrzebowanie na gaz z importu oraz mniejsze zyski ze sprzedaży ropy. In plus zaskoczyły nas przychody z działalności poszukiwawczej i geofizycznej.

EBIT według segmentów w III kwartale w latach 2006-2008 (mln PLN)



Źródło: PGNiG

Wyniki operacyjne segmentów

Spółka po raz drugi z rzędu zaskoczyła mniejszym wynikiem w **segmencie wydobycia i produkcji**. EBIT tego segmentu spadł z 357 mln PLN do 244 mln PLN i był on niższy o 32% r/r. Wynikało to głównie ze spadku sprzedaży ropy naftowej o 12% oraz niższego wydobycia gazu (spadek z 967 do 887 mln m3). Zmniejszenie wydobycia zarówno ropy i gazu było wywołane wstrzymaniem dostaw gazu do jednego z kontrahentów oraz dłuższym niż rok wcześniej przestojem kopalni Dębno. Spółka twierdzi, że oba zdarzenia mają charakter jednorazowy. Słabszy wynik segmentu był też związany z wyższymi kosztami negatywnych odwiertów.

W III kwartale roku segment **obróć i magazynowanie** zmniejszył mocno wynik operacyjny z 225 mln PLN do straty 39 mln PLN. Wynik należy uznać za bardzo słaby biorąc pod uwagę wyższą taryfę od 25 kwietnia. Głównym powodem były rosnące koszty gazu importowanego przy niedostatecznej kompensacie przez wyższą taryfę. Szacujemy, że jednostkowy koszt gazu importowanego wzrósł o 43.2% r/r i 26.8% kw/kw. Ponieważ spółka zwiększyła wolumen sprzedawanego gazu o 2.7%, to biorąc pod uwagę zmniejszone wydobycie, szacujemy, że spółka musiała zwiększyć wolumen importu o ok. 9.9%. Ta kumulacja niekorzystnych czynników (większy wolumen importu, przy wyższej jego cenie oraz starej taryfie w okresie grzewczym) spowodowały drastyczny spadek wyniku w tym segmencie. Dodatkowo część biznesu generująca straty została przeniesiona z segmentu dystrybucyjnego do obrotu od II kwartału.

Segment dystrybucyjny zdecydowanie zmniejszył stratę EBIT ze 157 do 5 mln PLN. Wyraźna poprawa w tym segmencie to przede wszystkim efekt wyższych taryf dla spółek dystrybucyjnych, jak również zwiększonych wolumenów sprzedaży gazu o 2.7%. Dodatkowo od II kwartału 2008 część biznesu, która przynosi straty została przeniesiona z segmentu dystrybucyjnego do obrotu.

Wydobycie i sprzedaż gazu

	3q 2007	3q 2008	zmiana
Wolumen wydobycia gazu (mln m3)	967	887	-8.3%
Wolumen sprzedaży gazu (mln m3)	2 451	2 518	2.7%
Przychody ze sprzedaży gazu (mln PLN)	2 633	3 157	19.9%

Źródło: PGNiG

Wydobycie i sprzedaż ropy naftowej

	3q 2007	3q 2008	zmiana
Wolumen wydobycia (tys. ton)	139	106	-23.7%
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	139	103	-25.9%
Przychody ze sprzedaży (mln PLN)	207	183	-11.6%

Źródło: PGNiG

Koszty operacyjne

W III kwartale koszty operacyjne spółki wzrosły o 25.9% r/r. Najważniejszą pozycją, która wzrosła był koszt nabycia sprzedanego gazu o 57.4%, co było związane ze zwiększonym wolumenem sprzedawanego gazu o 2.7% przy zmniejszonym własnym wydobyciu oraz wzroście cen importowanego gazu o ok. 43%. Koszty pracownicze wzrosły o 20% w związku z przesunięciami między kwartałami (w II kwartale były płaskie r/r). Pozostałe koszty operacyjne spadły aż o 82% (142 mln PLN), ze względu na zaksięgowanie w tej pozycji zysku na hedgingu, który przyniósł 113 mln PLN. Wzrost kosztów pozostałych usług był większy o 98 mln PLN w związku z większą ilością prac spółek poszukiwawczych i geodezyjnych.

Struktura kosztów operacyjnych (mln PLN)

	3q 2007	3q 2008	zmiana
Koszty operacyjne ogółem	2 749	3 461	25.9%
Koszty nabycia sprzedanego gazu	1 255	1 975	57.4%
Pozostałe koszty materiałów i surowców	148	153	3.4%
Świadczenia pracownicze	414	496	19.8%
Amortyzacja	375	336	-10.4%
Usługi przesyłowe OGP Gaz System	306	298	-2.6%
Pozostałe usługi	257	355	38.1%
Pozostałe koszty operacyjne netto	173	31	-82.1%
Koszt wytworzenia na własne potrzeby	-179	-183	2.2%

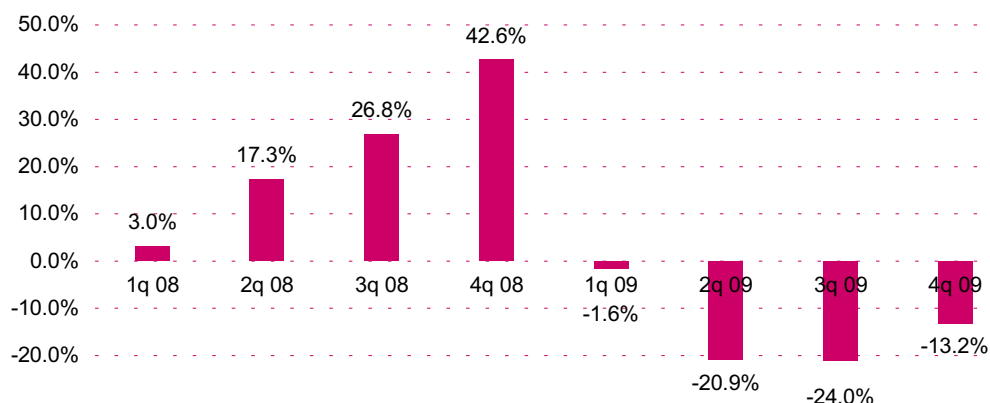
Źródło: PGNiG

Nadchodzi "górkę" kosztowa

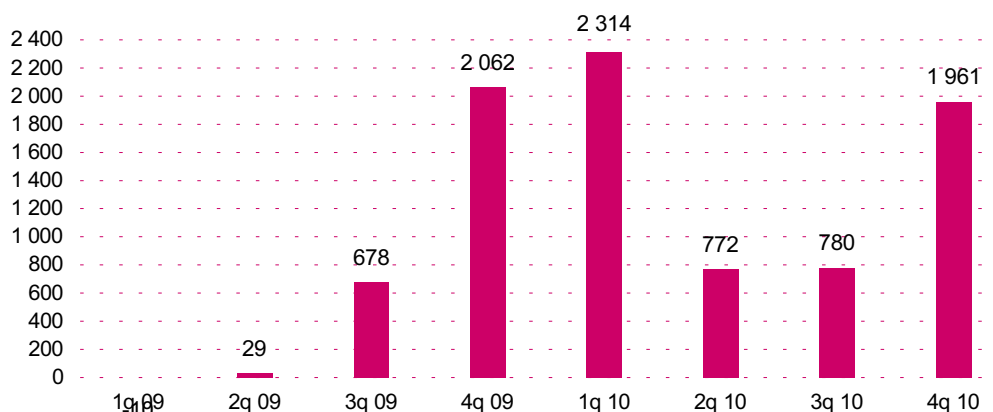
Biorąc pod uwagę sposób liczenia cen importowanego gazu (średnia z poprzednich kwartałów), można oszacować, że w IV kwartale cena gazu zakupionego przez PGNiG będzie najdroższa i od I kwartału powinna rozpocząć systematyczne spadki. Koszty mogą się różnić w IV kwartale od szacunków na podstawie estymowanych cen z importu ze względu na fakt, że spółka w oczekiwaniu na tak wysokie ceny zapełniała swoje magazyny. Dzięki temu spółka może wyraźnie zaoszczędzić przynajmniej kilkadziesiąt mln PLN.

URE zatwierdził podwyżkę taryfy gazowej PGNiG, która weszła w życie od początku listopada. Ceny wzrosną średnio o 7.9% na rachunku odbiorcy końcowego wobec 17.4% oczekiwanych przez PGNiG. Nowa taryfa jednak nie zrekompensuje wzrostu cen importowanego gazu i dlatego oczekujemy straty ok. 300 mln PLN na poziomie EBIT w IV kwartale. Jednak jeśli aktualne warunki makro (cena ropy na poziomie 55 USD/bbl oraz kurs USD/PLN równy 3) by się utrzymały by się, kolejne kwartały byłyby dużo lepsze. Przy takich warunkach i utrzymaniu się taryf na aktualnym poziomie EBIT spółki wystrzeliłyby w IV kwartale 2009 do ok. 2 mld PLN.

Szacowana zmiana ceny jednostkowej importowanego gazu (kw/kw)



Źródło: Szacunki Millennium DM, przy założeniu utrzymania ceny ropy Brent na poziomie 55 USD/bbl i kursu USD/PLN równego 3

Szacowany EBIT przy utrzymaniu aktualnych taryf

Źródło: Szacunki Millennium DM, przy założeniu utrzymania ceny ropy Brent na poziomie 55 USD/bbl i kursu USD/PLN równego 3

Jedną z kluczowych spraw staje się kwestia możliwości obniżek taryf przy spadających kosztach surowca. Wcześniej przedstawiciele spółki mówili, że URE nie może zmusić spółki do obniżki, gdyż jedynie spółka może wnioskować o zmianę taryf. Jeśli spółka nie złożyłaby wniosku, obowiązywałyby dotychczasowe taryfy. W tym momencie, gdy sytuacja jest taka, że w perspektywie kilku kwartałów taki scenariusz staje się możliwy, przedstawiciele spółki twierdzą, że spółka nie planuje wnioskowania o obniżenie taryf, ale wiadomo, że głównym właścicielem jest Skarb Państwa, który musi godzić interesy społeczne. Sądzymy więc, że najbardziej prawdopodobny scenariusz to potencjalne obniżki taryf, ale dopiero wtedy gdy spółka przestanie tracić na gazie importowanym. Umożliwiłoby to uwolnienie cen i deregulację rynku bez groźby kosztów społecznych. Z tego powodu sądzymy, że ostatnie tendencje makro tworzą bazę pod bardzo silny wzrost zysków w kolejnych kwartałach. Spółka w tym roku straciła na gazie importowanym według naszych szacunków ok. 2.4 mld PLN (licząc jako cena gazu importowanego minus taryfa hurtowa). Z tego powodu, w wypadku utrzymaniu się tendencji makro, wzrost zysków do ok. 3-3.5 mld PLN EBIT byłby całkiem realny w perspektywie dwóch lat. Takie też są nasze założenia do modelu. Przy aktualnych cenach USD/PLN oznaczałoby to zredukowanie cen gazu przez PGNiG o 9%.

Strategia zakłada zwiększony CAPEX

Spółka nakreśliła swoją strategię na lata 2008-2015. W strategii nie ma nic zaskakującego, o czym spółka nie mówiłaby wcześniej. PGNiG chce jednak wydać w latach 2008-2015 ok. 25-32 mld PLN. Są to więc wartości wyższe niż spółka zakładała wcześniej (22 mld PLN w latach 2007-2015). PGNiG chce wydać 3.5 mld PLN w roku 2008 i po ok. 4 mld PLN w latach kolejnych. Większe kwoty mogą wynikać z założonych wyższych kosztów niż szacowano do tej pory oraz większej ekspansji zagranicznej. Spółka chce wydać 10-13 mld PLN na wydobycie i produkcję, 6-8 mld PLN na dystrybucję, 5.5 mld PLN na "inwestycje strategiczne" (Scanled, Operator Systemu Magazynowania), 3.5 mld PLN na magazyny oraz 1 mld PLN na pozostałe. Spółka nie rozбивa inwestycji na inwestycje rzeczowe i kapitałowe, natomiast znacząca część w inwestycjach w wydobycie może pochodzić z przejęć udziałów w spółkach wydobywczych lub w koncesjach.

Bardzo duże inwestycje częściowo będą przeznaczone na ekspansję (spółka chce do 2015 wydobywać 1.7 mld m³ gazu ze złóż zagranicznych) przede wszystkim w Norwegii, Danii, Libii, Egipcie i Algierii. Część inwestycji będzie jednak bardziej związana z regulacjami i nie można oczekiwać dodatniego NPV z tych projektów. Są to przede wszystkim gazociągi Skanled oraz przyłączenie z niemieckim systemem gazowym, i magazyny. Oprócz obszaru wydobycia, pozostałe inwestycje prawdopodobnie nie dają wartości dla akcjonariuszy (zwrot jest mniejszy niż koszt kapitału) i raczej służą celom Skarbu Państwa (dywersyfikacja źródeł dostaw, magazyny zwiększające odporność na zakłócenia). Z powyższych powodów, wzrost CAPEXu odbieramy negatywnie, jednak jest szansa, że niektóre z nich zostaną przejęte przez OGP Gaz System lub przesunięte w czasie.

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą do spółek zagranicznych. Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość PGNiG na 27,983 mln PLN, czyli 4.74 PLN na akcję. Natomiast w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy spółkę na 24,738 mld PLN (4.19 PLN na akcję). W wycenie spółki staraliśmy się zrównoważyć krótkoterminowe ryzyka związane z wysokimi cenami ropy z długoterminowym potencjałem związanym z uwolnieniem cen gazu. Nasze podejście implikuje końcową wycenę na poziomie 26,361 mln PLN, czyli 4.47 PLN na 1 akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Grupy PGNiG (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	27 983	4.74
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	24 738	4.19
Wycena Grupy PGNiG	26 361	4.47

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2007-2017,

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ☐ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2008-2017,
- ☐ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ☐ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2017 roku na poziomie 5.0%,
- ☐ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ☐ Użyliśmy współczynnik beta na poziomie 0.9,
- ☐ Długookresowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych równa 1.5%,
- ☐ Wzrost wolumenu sprzedaży PGNiG średnio o 2.0% rocznie,
- ☐ Wzrost wydobycia ropy i gazu zgodny z założeniami spółki (gazu do 4.3 mld m³ w roku 2009 i 4.6mld m³ w 2008 oraz do 0.9 mln ton ropy do 2013,
- ☐ Inwestycje zgodnie z założeniami przedstawionymi przez PGNiG,
- ☐ Zakładamy utrzymanie się kursu USD/PLN na poziomie 3 oraz ceny ropy na poziomie 60 USD/bbl
- ☐ Zakładamy obniżenie cen sprzedawanego gazu o 9% w roku 2009

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	>2017
sprzedaż	19 159	21 887	20 907	21 534	22 396	23 291	24 223	25 192	26 200	27 248	
EBIT (1-T)	850	1 919	2 734	2 710	2 713	2 699	2 738	2 793	2 886	3 029	
amortyzacja	1 393	1 532	1 686	1 827	1 948	2 091	2 223	2 344	2 425	2 470	
inwestycje	-2 389	-3 200	-2 800	-3 000	-3 800	-3 800	-3 800	-3 800	-3 000	-3 000	
zmiana kap.obrotowego	-322	-350	126	-81	-111	-115	-120	-124	-129	-135	
FCF	-468	-99	1 746	1 456	750	875	1 041	1 212	2 182	2 364	36 954
zmiana FCF		n.a.	-1855.0%	-16.6%	-48.5%	16.6%	19.1%	16.4%	80.0%	8.3%	1.5%
dług/kapitał	0.7%	5.3%	8.4%	9.8%	13.0%	15.8%	19.5%	22.8%	25.9%	27.0%	27.7%
stopa wolna od ryzyka	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.9%	5.0%
premia kredytowa	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
premia rynkowa	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
koszt długu	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.9%	5.0%
koszt kapitału	11.1%	11.0%	10.9%	10.8%	10.7%	10.7%	10.6%	10.5%	10.4%	10.4%	9.5%
WACC	11.1%	10.7%	10.4%	10.2%	10.0%	9.8%	9.5%	9.2%	8.9%	8.9%	8.0%
PV (FCF)	(464)	(89)	1420	1078	509	544	600	649	1092	1091	17056
wartość DCF (mln PLN)	23 485	w tym wartość rezydualna 17056									
dług(-) / gotówka (+) netto	2 304										
Wartość Europol Gaz	556										
Wartość aktywów przesyłowy	1 638										
wycena DCF (mln PLN)	27 983										
Liczba akcji (mln)	5 900										
wycena 1 akcji (PLN)	4.74										

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	stopa rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	4.0%	4.71	4.69	4.94	5.24	5.59	6.02	6.56
	4.5%	4.31	4.50	4.72	4.97	5.27	5.63	6.07
	5.0%	4.17	4.33	4.52	4.74	5.00	5.30	5.67
	5.5%	4.04	4.18	4.35	4.55	4.77	5.03	5.34
	6.0%	3.92	4.05	4.20	4.37	4.57	4.80	5.06

Źródło: Millennium DM

Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość PGNiG na 24,493 mln PLN, czyli 4.15 PLN na akcję.

Wycena metodą porównawczą do spółek zagranicznych

Do grupy porównawczej wybraliśmy zagraniczne spółki zajmujące się przede wszystkim przesyłem gazu, a nie uwzględniliśmy spółek wydobywczych. Wyniki spółki jako całości nie są aktualnie uzależnione od cen ropy w taki sposób jak spółek wydobywczych. Zyski spółki zależą od relacji zmian cen ropy do zmian taryf, które płacą odbiorcy. W krótkim terminie zyski spadają wraz ze wzrostem cen ropy ze względu na wyższe koszty gazu. Wzrost zysku z działalności wydobywczej kompensuje to w niewielkim stopniu. Wskaźniki dla spółek użyteczności publicznej są wyższe niż dla spółek wydobywczych. Nasze podejście jednak nie zawyża wyceny. Gdyby oddzielono część wydobywczą od obrotu i dystrybucji, to wprowadziłoby część wydobywczą należałoby wyceniać niższymi wskaźnikami, ale zyskowość pozostałych segmentów wzrosłaby. Wynika to ze specyfiki obliczania cen taryf przez URE. Do określenia wartości spółki użyliśmy wskaźników: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E i przyjęliśmy równe wagi dla każdego z nich.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2008p	2009p	2010p	2008p	2009p	2010p	2008p	2009p	2010p
CENTRICA PLC	4.7	4.3	4.1	6.1	5.7	5.3	12.4	10.5	9.1
ENAGAS	8.5	7.4	6.4	12.3	10.8	9.2	13.6	12.3	10.8
EVN AG	7.4	6.7	6.1	15.3	13.7	12.2	8.4	7.7	6.9
GAS NATURAL SDG SA	5.3	5.0	4.5	7.5	7.1	6.1	9.3	8.8	8.2
SNAM RETE GAS	8.7	8.3	8.1	13.1	12.4	12.0	14.4	13.9	13.8
Mediana	7.4	6.7	6.1	12.3	10.8	9.2	12.4	10.5	9.1
Wyniki spółki (mln PLN)	2442	3901	5061	1049	2369	3376	900	1897	2659
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)									
	22562	30762	35622	17412	27792	33275	11130	19845	24247
Wycena	24 738								
Wycena 1 akcji (PLN)	4.19								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

W oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy spółkę na 24,738 mln PLN (4.19 PLN na akcję). Spółka jest notowana z dużym dyskontem szczególnie jeśli chodzi o wskaźniki EV/EBITDA na lata 2009-2010

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
przychody netto	15 197.7	16 652.1	19 158.5	21 886.7	20 907.0	21 534.3
Koszty operacyjne ogółem	-13 732.9	-15 800.6	-18 109.3	-19 518.0	-17 531.1	-18 189.0
Amortyzacja	-1 296.1	-1 430.3	-1 393.0	-1 532.3	-1 685.5	-1 826.9
Zużycie materiałów i surowców	-8 611.5	-8 331.6	-12 129.9	-13 039.8	-10 511.5	-10 620.0
Usługi obce	-2 652.5	-2 692.5	-2 858.3	-2 993.9	-3 136.0	-3 545.0
Świadczenia pracownicze	-1 822.1	-2 014.1	-2 238.1	-2 461.9	-2 708.1	-2 790.7
Koszt wytworzenia na własne potrzeby	565.0	686.9	715.0	715.0	715.0	743.5
Pozostałe koszty operacyjne netto	84.3	-2 019.0	-205.0	-205.0	-205.0	-150.0
EBITDA	2 760.9	2 281.8	2 442.2	3 901.0	5 061.4	5 172.2
EBIT	1 464.8	851.5	1 049.2	2 368.7	3 375.9	3 345.2
saldo finansowe	24.6	167.2	78.8	-7.5	-73.3	-105.2
Udziały w zysku jedn. wycenianych met. praw własn.	77.5	-16.0	-16.0	-16.0	-16.0	84.0
zysk przed opodatkowaniem	1 566.9	1 002.7	1 112.1	2 345.2	3 286.6	3 324.0
podatek dochodowy	-243.1	-86.7	-211.3	-445.6	-624.4	-631.6
korekty udziałów mniejszościowych	-0.5	-1.0	-1.1	-2.3	-3.3	-3.3
zysk netto	1 323.3	915.0	899.7	1 897.3	2 658.8	2 689.1
EPS	0.22	0.16	0.15	0.32	0.45	0.46

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe	23 221.7	22 131.1	23 869.5	26 321.6	28 068.3	29 625.4
wartości niematerialne i prawne	1 086.7	84.6	82.9	81.2	79.6	78.0
rzeczowe aktywa trwałe	17 756.2	18 715.5	19 571.6	21 141.4	22 205.7	23 380.3
inwestycje długoterminowe	3 938.2	2 911.2	3 795.2	4 679.2	5 363.2	5 747.2
aktywa obrotowe	7 518.0	6 270.8	6 571.6	7 127.2	6 860.8	7 033.2
zapasy	1 351.2	1 216.0	1 399.0	1 598.2	1 526.7	1 572.5
należności	2 546.8	3 331.0	3 832.4	4 378.1	4 182.1	4 307.6
inwestycje krótkoterminowe	3 586.8	1 583.6	1 200.0	1 010.7	1 011.7	1 012.9
rozliczenia międzyokresowe	33.2	140.2	140.2	140.2	140.2	140.2
aktywa razem	30 739.6	28 401.9	30 441.1	33 448.8	34 929.1	36 658.6
kapitał własny	21 200.4	21 013.1	21 744.6	23 533.9	24 675.0	25 237.0
zobowiązania	9 531.5	7 380.1	8 829.6	10 147.6	10 538.6	11 706.0
zobowiązania długoterminowe	6 661.8	3 879.6	4 966.6	5 879.4	6 400.4	7 464.2
zobowiązania krótkoterminowe	2 527.0	2 832.3	3 194.7	3 599.9	3 470.0	3 573.6
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	342.7	668.2	668.2	668.2	668.2	668.2
pasywa razem	30 739.6	28 401.9	30 582.9	33 690.2	35 222.2	36 951.7
BVPS	3.6	3.6	3.7	4.0	4.2	4.3

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	1 323.3	915.0	899.7	1 897.3	2 658.8	2 689.1
amortyzacja	1 296.1	1 430.3	1 393.0	1 532.3	1 685.5	1 826.9
zmiana kapitału obrotowego	-368.5	-414.7	-322.0	-350.4	125.8	-80.6
gotówka z działalności operacyjnej	1 535.0	3 028.7	1 986.7	3 095.1	4 486.2	4 351.5
inwestycje (capex)	-1 582.1	-2 980.0	-2 389.2	-3 200.0	-2 800.0	-3 000.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-867.2	-2 455.6	-3 289.2	-4 100.0	-3 500.0	-3 300.0
wypłata dywidendy	-221.3	-153.0	-168.2	-108.0	-1 517.8	-2 127.1
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-0.9	-2 319.3	1 087.0	923.5	532.7	1 076.8
gotówka z działalności finansowej	-516.4	-2 547.5	918.9	815.5	-985.2	-1 050.3
FCF	668.7	-1 049.4	-418.5	-120.9	1 670.2	1 435.5
DPS	0.15	0.17	0.19	0.12	0.26	0.36
CEPS	0.44	0.40	0.39	0.58	0.74	0.77
FCFPS	0.11	-0.18	-0.07	-0.02	0.28	0.24

Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	39.3	9.6	15.1	14.2	-4.5	3.0
zmiana EBITDA	-3.3	-17.4	7.0	59.7	29.7	2.2
zmiana EBIT	10.5	-41.9	23.2	125.8	42.5	-0.9
zmiana zysku netto	66.8	-30.9	-1.7	110.9	40.1	1.1
marża EBITDA	18.2	13.7	12.7	17.8	24.2	24.0
marża EBIT	9.6	5.1	5.5	10.8	16.1	15.5
marża netto	8.7	5.5	4.7	8.7	12.7	12.5
sprzedaż/aktywa	49.4	58.6	62.9	65.4	59.9	58.7
dług / kapitał własny	11.6	0.7	5.6	9.1	10.9	14.9
odsetki / EBIT	1.7	19.6	7.5	-0.3	-2.2	-3.1
stopa podatkowa	15.5	8.6	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	7.5	4.3	4.3	8.7	11.3	10.9
ROA	4.7	3.0	3.2	6.2	7.9	7.7
(dług) gotówka netto (mln PLN)	1 129.4	1 445.5	-25.1	-1 137.9	-1 669.5	-2 745.1

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Radosław Łukaszczuk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Łukasz Kołaczkowski
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Marcin Deregowski
+22 598 26 05
marcin.deregowski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, handel

Analitik
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Analitik
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

Analitik
media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

Analitik
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Krzysztof Solus
+22 598 26 66/7
krzysztof.solus@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny
+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Jakub Banaszek
+22 598 26 90
jakub.banaszek@millenniumdm.pl

Dyrektor

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty

wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje

aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepsze niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Sygnyty, Wielton, Ergis od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN, Śrubex, Ciech, Sygnyty, Wielton, Ergis. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Sky Line, Konsorcjum Stali, Warfama, Kopec, Yawal od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieistotne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
PGNiG	kupuj	19 wrz 08	3.02	4.19
PGNiG	akumuluj	21 maj 08	4.30	5.07
PGNiG	akumuluj	6 marca 08	4.48	5.08
PGNiG	neutralnie	20 listopada 07	5.22	5.58

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2008 roku			
	Liczba rekomendacji	% udział	% udział
Kupuj	9	22%	1%
Akumuluj	9	22%	1%
Neutralnie	18	44%	1%
Redukuj	5	12%	0%
Sprzedaż	0	0%	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj			
Akumuluj	6	30%	2%
Neutralnie	10	50%	3%
Redukuj	2	10%	1%
Sprzedaż	2	10%	1%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora