

31 lipca 2006

Aktualizacja raportu


Gazowy
Polska

Cena bieżąca	3,49 PLN
Cena docelowa	3,44 PLN
Kapitalizacja	20,6 mld PLN
Free float	3,14 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,75 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	84,75%
pozostali	15,25%

Strategia dotycząca sektora

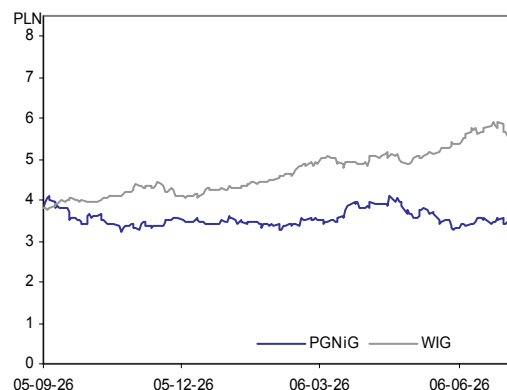
Rekomendacja: Regulowane ceny gazu, brak restrukturyzacji i opóźnienia w inwestycjach, a także konieczności inwestycji w dywersyfikację dostaw gazu to najpoważniejsze problemy i wyzwania stojące przed sektorem, zwiększające ryzyko i obniżające jego atrakcyjność. Mimo rosnącego zapotrzebowania na gaz, regulacja cen nie pozwala na rynkowe kształtowanie się marż.

Profil spółki

PGNiG jest największą w Polsce spółką w sektorze wydobywania i dystrybucji gazu ziemnego o rocznej sprzedaży ponad 13 mld m³ gazu. Dodatkowo, Spółka działa w segmencie wydobywania ropy naftowej, której sprzedaż (w 2005 0,6 mln ton) wyłączona jest z systemu taryfowego, dzięki czemu jest wysoce rentowna.

Ważne daty

14.08 - publikacja raportu za 2Q

Kurs akcji PGNiG na tle WIG

Michał Mierzwa

(48 22) 697 47 41

michal.mierzwa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

PGNiG

PGNI.WA; PGN.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Regulacja cen zjada zyski

Obecne wysokie ceny gazu i ropy naftowej oraz rosnący popyt na surowce energetyczne powinny pozytywnie wpływać na wartość spółki. Niestety w związku z regulacją rynku gazu w Polsce, a także zamieszczeniem związanym ze zmianami w zarządzie spółki, które mogą naszym zdaniem opóźnić inwestycje, PGNiG nie jest w stanie maksymalizować zysków w tym okresie bardzo dobrej koniunktury. Wyceniliśmy spółkę na PLN 3,44 i przy obecnej cenie rynkowej utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj.

Zewnętrzna koniunktura sprzyjająca

Obecna sytuacja na rynku gazu i ropy naftowej jest bardzo korzystna dla spółek gazowych. Ceny surowców rosną i w najbliższym okresie nie spodziewamy się załamania dobrej koniunktury. Powinno to wpływać pozytywnie na wyniki PGNiG, zwłaszcza, że popyt na surowce energetyczne rośnie stabilnie. Niestety....

...regulacja rynku ogranicza zyski

Brak liberalizacji rynku ogranicza konkurencję i zapewnia spółce dominującą pozycję na rynku. Jednakże jednocześnie spółka nie jest przymuszona do szybkiej restrukturyzacji. Drugą kwestią jest regulacja cen. Praktycznie to czy ceny wzrosną zależy wyłącznie od dobrej woli regulatora. Przy obecnym silnym wzroście cen surowców, a jednocześnie obawach co do możliwości wzrostu inflacji, jak również awersji do podejmowania niepopularnych społecznie decyzji, PGNiG może mieć problem z przekonaniem URE co do podniesienia taryf. Regulator odmówił podwyżki od lipca, nie jest pewne czy uda się taką podwyżkę wprowadzić w 2 połowie roku.

Inwestycje mogą być opóźnione

Zmiany w zarządzie, które trwają od grudnia 2005 powodują spadek efektywności funkcjonowania władz spółki. Mamy obawy czy ambitny program inwestycyjny przedstawiony podczas IPO, a który miał zwiększyć wartość spółki w przyszłości, zostanie zrealizowany zgodnie z harmonogramem, zwłaszcza istotne dla wartości spółki inwestycje w cześć wydobywczą. Otwartą kwestią pozostają także przyszłe inwestycje w dywersyfikację dostaw gazu i rola PGNiG w tym procesie.

Druga połowa roku kluczowa dla spółki

2 połowa roku będzie kluczowa dla PGNiG. Oczekujemy ustabilizowania się sytuacji związanej ze zmianami władz spółki. Po drugie zdecyduje się, czy URE zgodzi się na podniesienie taryf i przeniesienie wyższych cen surowca na odbiorców końcowych.

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Przychody	10 909	12 560	15 677	17 062	17 300
EBITDA	2 856	2 654	2 901	3 089	3 708
marża EBITDA	26,2%	21,1%	18,5%	18,1%	21,4%
EBIT	1 326	1 253	1 465	1 511	2 065
Zysk netto	793	880	1 149	1 242	1 703
DPS	0,04	0,03	0,15	0,16	0,17
P/E	22,0	23,4	17,9	16,6	12,1
P/CE	7,5	9,0	8,0	7,3	6,2
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	7,2	7,5	6,8	6,5	5,4
DYield	1,2%	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%

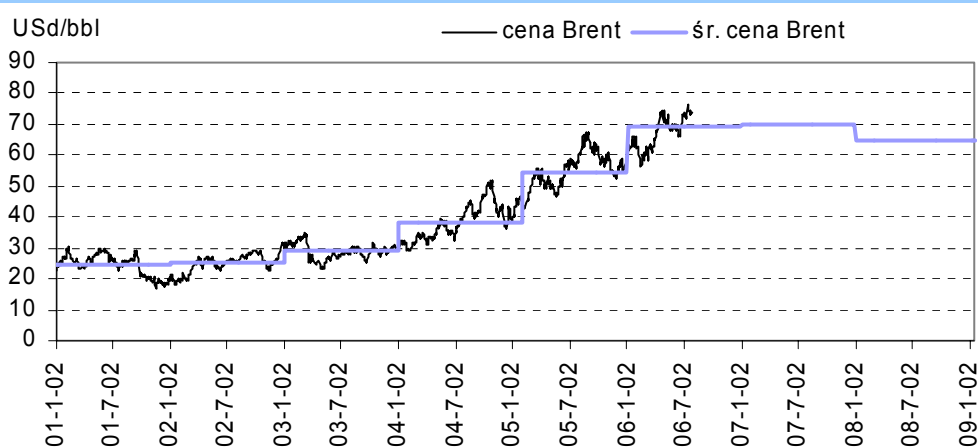
Perspektywy na rok 2006

Ceny surowców nadal rosną

Warunki zewnętrzne są bardzo korzystne dla sektora gazowego. Rośnie popyt, ceny gazu zwiększają w ślad za cenami ropy naftowej. Polska waluta jest relatywnie stabilna i mocna, co pozytywnie wpływa na ceny importowe. Spodziewamy się, że ta korzystna sytuacja zewnętrzna utrzyma się w ciągu przynajmniej najbliższych dwóch lat.

Zakładamy na rok 2006 średnią cenę ropy na poziomie 70 USD za baryłkę, jednak jeśli sytuacja polityczna na Bliskim Wschodzie i w Afryce nadal będzie niespokojna, a sezon huraganów w USA przyniesie, podobnie jak przed rokiem, wstrzymanie wydobycia i produkcji, będziemy zmuszeni zweryfikować nasze założenia. Ceny gazu podążają za cenami ropy z około 9 miesięcznym opóźnieniem, co oznacza, że wzrost cen ropy, który rozpoczął się w pierwszym kwartale 2006 będzie miał przełożenie na wzrost cen gazu od połowy tego roku.

Ceny ropy naftowej



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku SA

Na rok 2007 zakładamy utrzymanie się wysokich cen surowców i średnią cenę ropy na podobnym poziomie jak w roku 2006. Natomiast w kolejnych latach wzrost produkcji i spowolnienie tempa przyrostu popytu powinno spowodować spadek cen ropy i w konsekwencji gazu, jednak nie spodziewamy się by były to spadki głębokie, głównie za sprawą nadal ograniczonych mocy przerobowych i silnej konsumpcji.

Dobra koniunktura na rynku surowców korzystnie wpływa na wyniki finansowe spółek z sektora gazowego. Rentowność działalności wydobywczej jest bardzo wysoka, także marże w przypadku dystrybucji powinny być wysokie. Tutaj głównym determinantem marż jest jednak system ustalania cen.

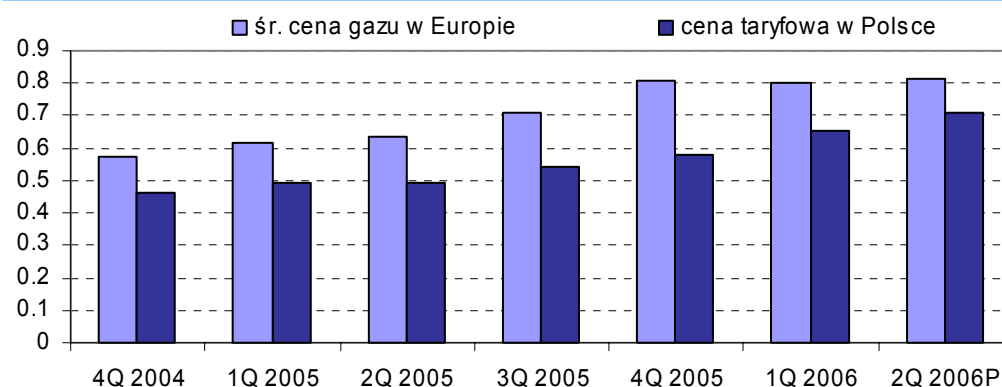
Regulacja rynku ogranicza wzrost efektywności

Mimo dobrej koniunktury wzrost wartości PGNiG jest ograniczony za sprawą regulacji rynku, która przy zwiększających cenach importowych może mieć negatywny wpływ na rentowność działalności dystrybucyjnej. Przenoszenie wyższych kosztów na klientów odbywa się z opóźnieniem, poza tym za każdym razem zależne jest od decyzji regulatora, który nie kieruje się zyskowością spółki, ale przede wszystkim ocenia wpływ ewentualnej zmiany taryf na gospodarkę. Nie bez znaczenia jest także czynnik polityczny, ocena społecznego odbioru potencjalnej wyżki cen. W konsekwencji PGNiG silnie uzależniony jest od bieżących spraw politycznych i nie może swobodnie kształtować swoich marż.

Drugim negatywnym czynnikiem wynikającym z regulacji cen jest brak presji na restrukturyzację spółki i poprawę efektywności przez redukcję kosztów. Gdyby istniała realna konkurencja, przy bardziej swobodnej możliwości kształtowania ceny, wydaje nam się, że PGNiG byłoby zmuszone do większej dbałości o poprawianie rentowności.

PGNiG stara się poprawiać marże poprzez zwiększanie udziału wydobycia własnego (co wiąże się ze znacznie niższymi kosztami pozyskania surowca) w tym także ropy naftowej oraz zwiększać udział klientów pozataryfowych w sprzedaży, co jednak, naszym zdaniem, może napotkać na opór regulatora i rządu. Takie „obchodzenie” oficjalnych taryf może bowiem wpłynąć na poziom cen gazu.

Ceny gazu w Europie i taryfa PGNiG



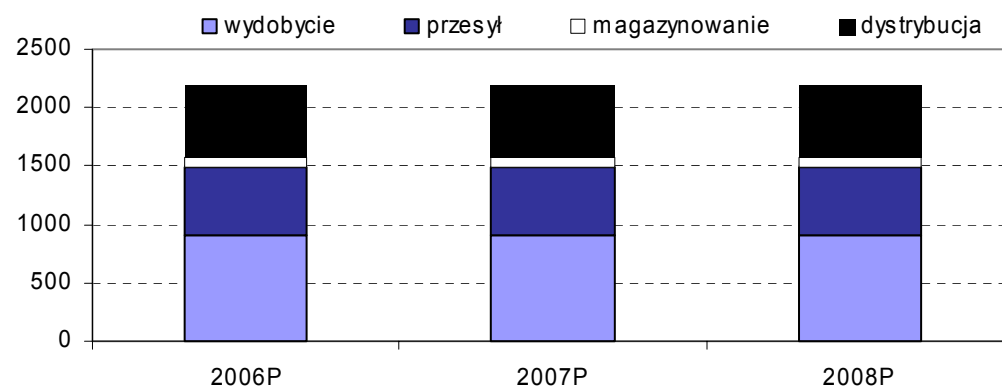
Źródło: PGNiG

Inwestycje mogą zostać opóźnione

Od wyborów parlamentarnych, gdy sformowany został nowy rząd, PGNiG nie posiada w zasadzie stabilnego zarządu. Najpierw w grudniu zrezygnował prezes i wiceprezes spółki. Ogłoszony konkurs nie przyniósł efektów. Dopiero w maju wybrano Bogusława Marca na stanowisko prezesa. Po miesiącu stracił on jednak stanowisko ze względu na prowadzone przeciwko niemu śledztwo związane z jednym z jego wcześniejszych miejsc pracy. Nadal jednak pozostaje w spółce jako prokurent, a funkcje prezesa pełni jeden z członków rady nadzorczej.

Brak lub też słabość zarządu może mieć naszym zdaniem negatywny wpływ na program inwestycyjny spółki, gdyż brak silnego zarządu utrudnia podejmowanie istotnych decyzji, zwłaszcza długofalowych. Tymczasem bez nakładów na zwiększanie wydobycia własnego i powiększanie udziału sprzedaży pozataryfowej, przy obecnym systemie ustalania taryf, trudno oczekiwać poprawy rentowności i wykorzystania w większym stopniu dobrej koniunktury.

Planowane wydatki inwestycyjne



Źródło: PGNiG, DI BRE Banku SA

Osobną kwestią pozostają ewentualne inwestycje w dywersyfikację dostaw gazu. Z jednej strony PGNiG zmuszone jest do tego przez ograniczenie udziału dostaw z jednego kraju (w 2019-20 roku limit wyniesie 49%). Z drugiej bezpieczeństwo energetyczne i dywersyfikacja stanowią istotną kwestię polityczną, zwłaszcza w obliczu budowy przez Rosję omijającego Polskę rurociągu północnego. Istnieją trzy najpoważniejsze projekty: budowa terminala LNG, budowa rurociągu z Norwegii (jako przedłużenie gazociągu do Szwecji) oraz połączenie się z systemem gazociągów w Niemczech. Inwestycje te dokonywane są na styku interesów PGNiG i rządowych, co oznacza, że decyzja o ewentualnej budowie nie będzie czysto ekonomiczną decyzją, ale także polityczną. To z pewnością utrudnia ocenę takiego projektu i niekoniecznie może oznaczać zwiększanie wartości spółki. Na dzień dzisiejszy nie jest wiadomo jaki będzie udział w ewentualnych projektach PGNiG, czy będą one współfinansowane przez państwo i jakie kontrakty zostaną podpisane (na jakich warunkach).

Kluczowe 2 półrocze

Naszym zdaniem 2 półrocze 2006 będzie bardzo istotne dla dalszych losów spółki, a także oceny jej perspektyw, jak i wyceny akcji.

Po pierwsze, jak wspomniano, oczekujemy wzrostu cen gazu i to w najważniejszym dla spółki okresie jesienno-zimowym, kiedy realizowane są największe wolumeny sprzedaży. Powstaje pytanie, czy PGNiG będzie w stanie przekonać regulatora do zmiany taryf od 4 kwartału, tak by zrekompensować sobie rosnące koszty. Próba zmiany cen od lipca nie powiodła się i propozycja 12% wzrostu cen została odrzucona. Ponieważ 3Q jest tradycyjnie najslabszy pod względem wolumenów, nie spodziewamy się znaczącego wpływu na poziom sprzedaży. Wyniki i tak będą słabe w tym okresie. Jednakże przy dalszym wzroście cen surowca i jednoczesnym wzroście konsumpcji brak możliwości podniesienia taryf obniży zyski PGNiG w ostatnich miesiącach roku. Istotne będzie także to, czy i jaka podwyżka będzie możliwa w 2007 roku.

W 4Q, zgodnie z zapowiedziami, spółka ma zamiar podjąć decyzje odnośnie budowy terminala LNG w Szczecinie lub Gdańsku. W tej chwili prowadzone są prace nad opłacalnością tego typu projektu. Sądzymy jednak, że nie tylko kryteria finansowe będą brane pod uwagę, ale także sprawa bezpieczeństwa energetycznego, zwłaszcza w obliczu problemów z dostawami ostatniej zimy, budowy gazociągu północnego przez Rosję, jak i coraz większej presji Rosjan na zmianę umów o dostawy gazu.

W ciągu najbliższych miesięcy powinny zostać także podjęte decyzje odnośnie innych sposobów ewentualnej dywersyfikacji dostaw gazu ziemnego. Decyzje te zapadną zapewne w rządzie, kwestią otwartą pozostaje natomiast ewentualny udział w tego typu projektach spółki (rurociąg z Norwegii przez Szwecję, przyłączenie się do systemu dystrybucji gazu w Niemczech).

Kolejne istotne wydarzenie to zmiana programu restrukturyzacji i prywatyzacji PGNiG przez rząd (w praktyce zmiana strategii spółki). Dotychczasowy program zawierał dwie istotne kwestie. Pierwsza to dopuszczenie dalszej prywatyzacji spółki, co w naszym odczuciu zostanie zablokowane, a Skarb Państwa będzie dążył do utrzymania stanu posiadania. Druga to wydzielenie aktywów wydobywczych. Na dzień dzisiejszy nie podjęto żadnych działań w tym zakresie, ale wydaje nam się wielce prawdopodobne, że PGNiG przeniesie upstream do osobnej spółki. Spółka ta pozostanie w grupie kapitałowej, ale będzie oddzielnym podmiotem, co może wpływać na wyniki nieskonsolidowane spółki.

W 3Q powinniśmy także poznać nowego prezesa PGNiG i najprawdopodobniej wówczas w końcu ustabilizuje się sytuacja we władzach spółki. Naszym zdaniem, obecnie rada nadzorcza czeka na wyjaśnienie przez Bogusława Marca sytuacji i w przypadku oczyszczenia się przez niego z zarzutów ponownie wybierze go na prezesa.

W końcu spółkę czekają negocjacje w sprawie podpisania nowych kontraktów na dostawę gazu od RosUkrEnergo. Obecna umowa wygasa z końcem roku i bez niej spółka może mieć w szczytowym okresie niedobór surowca, tak więc nowy kontrakt jest niezbędny. Zwłaszcza, że obecna infrastruktura logistyczna nie pozwala na import z innych źródeł niż ze Wschodu. Nie wiadomo czy nie będzie także konieczności renegotjacji kontraktu jamalskiego, gdyż pojawiały się w ostatnich miesiącach takie sygnały ze strony Gazpromu. Rosyjska spółka prowadzi agresywną politykę we wszystkich krajach Europy Środkowej, dążąc do zwiększenia cen. W najgorszej sytuacji były kraje, które miały zagwarantowane znacząco niższe ceny niż rynkowe, jednakże także w pozostałych przypadkach Gazprom zmierza do silniejszego urealnienia cen i związania ich z bieżącą sytuacją rynkową. Drugim celem Rosjan jest, naszym zdaniem, zabezpieczenie się przed ewentualną stopniową rezygnacją z zakupu gazu rosyjskiego przez głównych odbiorców poprzez zwiększanie minimalnych wolumenów, jakie muszą one kupować w kolejnych latach.

Wydaje nam się, że przed PGNiG stoją duże wyzwania w drugim półroczu 2006, które mogą zdecydować o dalszych losach spółki, mają też wpływ na wycenę akcji. Podjęcie znaczących inwestycji w dywersyfikację dostaw, które nie do końca będą opierały się na kryteriach ekonomicznych, może negatywnie wpłynąć na wartość firmy. Podobnie zmiana kontraktów na dostawę gazu może mieć wpływ na pogorszenie się marż w przyszłości, zwłaszcza przy utrzymaniu regulacji cen w Polsce. Oczekujemy także, że w końcu ustabilizuje się sytuacja kadrowa PGNiG, a spółka przedstawi nową długookresową strategię rozwoju.

Wyniki 2006 roku

Pierwszy kwartał był bardzo udany dla spółki za sprawą bardzo wysokiego popytu, co wpłynęło na wzrost wolumenów. Ceny gazu także były wysokie, a PGNiG korzystało z podwyżek wprowadzonych w 4Q 2005 i 1Q 2006. Wydzielenie aktywów przesyłowych, które zaowocowało wzrostem kosztów operacyjnych, przy nieco niższych przychodach z tytułu leasingu aktywów, nie było w stanie zmniejszyć uzyskanych marż. Rok do roku poprawa sprzedaży i rentowności jest znacząca. Oczekujemy, że 2Q 2006 będzie gorszy przede wszystkim ze względu na sezonowy spadek wolumenu sprzedaży w cieplejszych miesiącach. Jednakże nadal warunki zewnętrzne były korzystne. Zima była długa, co wpłynęło naszym zdaniem na uzyskanie wyższej sprzedaży ilościowej niż tradycyjnie w

Wyniki kwartalne

mln PLN	1Q 2005	zmiana	1Q 2006	zmiana	2Q 2006P
Sprzedaż	3 784	35%	5 099	-22%	3 998
EBITDA	1 437	0%	1 437	-61%	561
marża EBITDA	38%	-	28%	-	14%
EBIT	1 050	-24%	793	-70%	241
wynik brutto	838	-4%	808	-68%	261
wynik netto	544	14%	620	-66%	209

Źródło: PGNiG, DI BRE Banku SA

2Q. Od kwietnia PGNiG podniosło ceny taryfowe, co także pozytywnie wpłynęło na przychody i rentowność. Negatywnym czynnikiem było osłabienie złotego w drugiej połowie kwartału, jednakże ze względu na fakt, iż jest to zarazem okres spadku wolumenów, wpływ na marżę był ograniczony.

Znacznie trudniejsza sytuacja będzie miała miejsce w drugim półroczu. 3Q będzie tradycyjnie bardzo słaby, gorące lato i przestoje wakacyjne w przedsiębiorstwach wpłyną na spadek konsumpcji, a w konsekwencji na niższą sprzedaż ilościową. Ceny importowe powinny być względnie korzystne i nie rosnać silnie, tak więc brak podwyżki taryf od lipca nie będzie aż tak negatywny, jak mógłby być. Złoty umocnił się ponownie, co korzystnie wpłynie na realne ceny zakupu surowca. Kluczowe dla spółki jest to, co zdarzy się dalej. Jak wspominaliśmy ceny gazu powinny zacząć rosnać w 4Q, w ślad za silnym wzrostem cen ropy na początku 2006 roku. Jeśli PGNiG nie będzie w stanie przekonać regulatora do podwyżki cen gazu od października, rentowność w 4Q może być poważnie zagrożona.

Prognozy i wycena

Założenia do prognoz

Zakładamy średnią cenę ropy na poziomie 70 USD/bbl w roku 2006 i 2007, spadek ceny do 65 USD/bbl w 2008 i do 55 USD/bbl w kolejnych latach. Wysoka konsumpcja przy ograniczeniach podażowych nadal będzie wspierała ceny surowca, jednocześnie czynniki polityczne wzmagające niepewność co do dostaw mogą w krótkim terminie podbić ceny ropy naftowej.

Przyjęliśmy, że ceny gazu utrzymają swoją zależność od cen ropy naftowej z 9 miesięcznym opóźnieniem. W związku z tym oczekujemy wzrostu cen pod koniec 2006 roku, odzwierciedlającego wyższą cenę ropy na początku 2006 roku. Przy prognozowaniu jest jeden element, który może powodować pewne odchylenia wyników od średnich, rocznych założeń. Spółka doświadcza bardzo silnej sezonowości sprzedaży, ze wyższą wolumenów w 4Q i 1Q oraz spadkiem w 2Q i 3Q. Oznacza to, że kluczowe są ceny gazu pod koniec i na początku roku, natomiast mniejszy wpływ na wyniki mają ceny z okresu wiosenno-letniego. Nasze założenia bazują na cenach średnich, liczonych jako prosta średnia z roku, a nie średnia ważona, co może prowadzić do zaniżenia lub zawyżenia założonej ceny względem realnej średniej ceny.

Jak wspomnieliśmy istnieje zagrożenie, że zmiany personalne w spółce odsuną w czasie część inwestycji. Nowy zarząd potwierdził dotychczasowe cele, więc w naszych prognozach przyjmujemy wielkość i harmonogram inwestycji przedstawiony przez PGNiG w swojej strategii.

Przyjęliśmy, że w efekcie prowadzonego programu inwestycyjnego spółka zwiększy produkcję ropy naftowej do 1,4 mln ton w 2009 roku, a produkcję gazu do 5 mln m³ w 2007 i 5,5 mln m³ w 2008. W efekcie udział importu w dostawach spadnie. Nie uwzględniamy ewentualnych nowych projektów wydobywczych poza Polską.

W modelu nie uwzględniliśmy kwestii dywersyfikacji dostaw, przyjmujemy, że struktura importu pozostaje bez zmian. Obecne projekty (LNG, rurociąg z Norwegii lub Niemiec) są na bardzo wczesnym etapie przygotowań, nie jest zdecydowane, które z nich i na jakich warunkach zostaną uruchomione.

Wycena

Podsumowanie wyceny

	wycena spółki <i>mln PLN</i>	wycena na akcję <i>PLN</i>
wycena metodą DCF	19 495	3,30
wycena metodą wskaźników rynkowych	18 144	3,08
koszt kapitału własnego w okresie 9 miesięcy	8%	8%
cena docelowa	20 280	3,44

Źródło: *DI BRE Banku SA*

Wyceniliśmy spółkę dwoma metodami. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych oparta na naszych prognozach do 2015 roku oraz wartości rezydualnej dla okresu po 2015 roku doprowadziła nas do wyceny na poziomie 3,30 PLN. W przepływach uwzględniliśmy wpływy z tytułu umowy leasingu aktywów przesyłowych. EuroPolGas uwzględniony jest w wycenie w pozostałych aktywach pozaoperacyjnych, jak aktywa finansowe.

Znacznie mniej korzystnie wypada porównanie PGNiG do innych spółek gazowych, potwierdzając, że regulacja rynku i brak restrukturyzacji spółki sprawiają, że rentowność jest gorsza od grupy porównawczej. Dodatkowo pamiętać należy, że polska firma ma znacznie mniejszy udział wydobycia własnego, a więc przez to jej strona kosztowa jest znacznie bardziej podatna na zmiany cen importowych. PGNiG notowany jest z premią w przypadku wszystkich wskaźników, dla każdego roku. Pamiętając jednocześnie o silnym upolitycznieniu spółki i dużej zależności od decyzji rządowych dla strategii rozwoju, sądzimy, że trudno taką premię do sektora jest uzasadnić.

Na podstawie obu metod i przy wykorzystaniu kosztu kapitału wyznaczyliśmy naszą cenę docelową w horyzoncie 9 miesięcznym na 3,44 PLN, co oznacza podniesienie wyceny o 0,11 PLN, utrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Model DCF

(mln PLN)	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2015+
Przychody ze sprzedaży	15 677	17 062	17 300	16 662	16 678	17 092	17 546	18 044	18 594	19 201	19 201
<i>zmiana</i>	24,8%	8,8%	1,4%	-3,7%	0,1%	2,5%	2,7%	2,8%	3,0%	3,3%	
EBITDA	2 901	3 089	3 708	3 857	3 529	3 532	3 555	3 594	3 650	3 728	3 728
<i>marża EBITDA</i>	18,5%	18,1%	21,4%	23,1%	21,2%	20,7%	20,3%	19,9%	19,6%	19,4%	19,4%
Amortyzacja	1 436	1 578	1 643	1 697	1 720	1 737	1 781	1 823	1 828	1 863	1 863
EBIT	1 465	1 511	2 065	2 160	1 809	1 795	1 774	1 771	1 822	1 865	1 865
<i>marża EBIT</i>	9,3%	8,9%	11,9%	13,0%	10,8%	10,5%	10,1%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%
Opodatkowanie EBIT	-278	-287	-392	-410	-344	-341	-337	-336	-346	-354	-354
NOPLAT	1 187	1 224	1 672	1 749	1 465	1 454	1 437	1 434	1 476	1 510	1 510
CAPEX	-2 213	-2 213	-2 213	-1 362	-1 371	-1 374	-1 377	-1 385	-1 391	-1 392	-1 863
Kapitał obrotowy	-339	-152	-11	73	-12	-46	-51	-55	-59	-66	0,0
FCF	70	437	1 091	2 158	1 803	1 770	1 790	1 818	1 853	1 915	1 510
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,6%
<i>współczynnik dyskonta</i>	0,9595	0,8693	0,7874	0,7131	0,6458	0,5847	0,5293	0,4791	0,4336	0,3925	0,3925
PV FCF	68	380	859	1 539	1 164	1 035	947	871	804	752	

WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,6%
Koszt długu	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,9%
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,6%
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	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	3,8%	4,1%	2,6%	2,3%	2,2%	1,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,6%
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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy

1,0% Analiza wrażliwości

		Wzrost FCF w nieskończoności					
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	
Wartość rezydualna (TV)	15 733						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	6 175						
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	8 419	WACC +1,0pp	3,22	3,26	3,30	3,35	3,40
Wartość firmy (EV)	14 594	WACC +0,5pp	3,33	3,38	3,42	3,48	3,54
Dług netto	773	WACC	3,45	3,50	3,56	3,62	3,69
Inne aktywa nieoperacyjne	4 129	WACC -0,5pp	3,59	3,65	3,71	3,78	3,87
Udziałowcy mniejszościowi		WACC -1,0pp	3,74	3,81	3,88	3,97	4,06
Wartość firmy	19 495						
Liczba akcji (mln)	5 900,0						
Wartość firmy na akcję (PLN)	3,30						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%						
Cena docelowa (PLN)	3,56						

EV/EBITDA('06) dla ceny docelowej	6,9
P/E('06) dla ceny docelowej	18,3
Udział TV w EV	42%

Wycena porównawcza

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		
		2005	2006P	2007P	2005	2006P	2007P	2005	2006P	2007P
Gas de France	27,6	7,4	6,5	6,1	1,4	1,2	1,1	14,9	13,9	13,2
Gas Natural SDG	24,7	9,4	8,1	7,1	2,0	1,9	1,6	14,8	14,9	14,0
Gazprom	280,6	2,5	4,9	4,8	0,5	0,5	0,4	14,7	12,1	11,2
Maksimum		9,4	8,1	7,1	2,0	1,9	1,6	14,9	14,9	14,0
Minimum		2,5	4,9	4,8	0,5	0,5	0,4	14,7	12,1	11,2
Mediana		7,4	6,5	6,1	1,4	1,2	1,1	14,8	13,9	13,2
Średnia		6,4	6,5	6,0	1,3	1,2	1,0	14,8	13,6	12,8
PGNiG	3,5	7,5	6,8	6,5	1,6	1,3	1,2	23,4	17,9	16,6
(premia / dyskonto)		0,9%	4,7%	7,1%	12,7%	4,9%	7,5%	58,1%	28,9%	25,6%
Implikowana wycena										
Mediana		20 416	19 705	19 262	18 357	19 661	19 185	13 020	15 970	16 399
Waga wskaźnika				33,3%			33,3%			33,3%
Waga roku		20,0%	40,0%	40,0%	20,0%	40,0%	40,0%	20,0%	40,0%	40,0%
Uzasadniona premia / dyskonto		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)		3,08								

Rachunek wyników

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	10 908,7	12 560,0	15 676,5	17 062,0	17 300,1	16 661,9	16 677,8
<i>zmiana</i>	7,1%	15,1%	24,8%	8,8%	1,4%	-3,7%	0,1%
Koszty operacyjne	-9 583,1	-11 307,4	-14 211,4	-15 551,1	-15 235,4	-14 502,4	-14 868,7
EBIT	1 325,6	1 252,6	1 465,2	1 510,9	2 064,7	2 159,5	1 809,1
<i>zmiana</i>	-17,0%	-5,5%	17,0%	3,1%	36,7%	4,6%	-16,2%
<i>marża EBIT</i>	12,2%	10,0%	9,3%	8,9%	11,9%	13,0%	10,8%
Wynik na działalności finansowej	-308,2	-47,9	-96,3	-26,8	-11,8	55,9	-17,6
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	140,4	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6
Zysk brutto	1 157,8	1 254,4	1 418,4	1 533,7	2 102,5	2 265,0	1 841,1
Podatek dochodowy	-218,9	-206,8	-269,5	-291,4	-399,5	-430,3	-349,8
Inne	-145,8	-166,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	-0,1	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	793,1	879,7	1 148,9	1 242,3	1 703,0	1 834,6	1 491,3
<i>zmiana</i>	47,2%	10,9%	30,6%	8,1%	37,1%	7,7%	-18,7%
<i>marża</i>	7,3%	7,0%	7,3%	7,3%	9,8%	11,0%	8,9%
Amortyzacja	1 530,8	1 401,9	1 435,7	1 578,5	1 642,9	1 697,0	1 719,6
EBITDA	2 856,3	2 654,5	2 900,9	3 089,4	3 707,6	3 856,5	3 528,7
<i>zmiana</i>	3,8%	-7,1%	9,3%	6,5%	20,0%	4,0%	-8,5%
<i>marża EBITDA</i>	26,2%	21,1%	18,5%	18,1%	21,4%	23,1%	21,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	5 000,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0
EPS	0,16	0,15	0,19	0,21	0,29	0,31	0,25
CEPS	0,46	0,39	0,44	0,48	0,57	0,60	0,54
ROAE	4,5%	4,2%	5,7%	6,0%	8,0%	8,4%	7,0%
ROAA	2,8%	2,9%	3,9%	4,2%	5,6%	6,0%	5,0%

Bilans

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
AKTYWA	28 419,5	30 363,7	29 155,6	29 863,5	30 174,6	30 409,1	30 066,8
Majątek trwały	24 450,6	23 530,5	22 854,2	23 495,8	24 005,8	23 373,0	24 125,1
Rzeczowe aktywa trwałe	22 649,8	17 524,4	16 824,7	17 466,8	17 977,3	17 345,0	18 097,6
Wartości niematerialne	831,6	952,7	976,1	975,7	975,2	974,7	974,2
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa finansowe	19,3	4 128,9	4 128,9	4 128,9	4 128,9	4 128,9	4 128,9
Spółki stowarzyszone	462,6	512,1	512,1	512,1	512,1	512,1	512,1
Inne aktywa trwałe	487,2	412,3	412,3	412,3	412,3	412,3	412,3
Majątek obrotowy	3 968,9	6 833,2	6 301,3	6 367,7	6 168,7	7 036,1	5 941,7
Zapasy	603,0	815,3	1 024,7	1 121,3	1 098,6	1 045,7	1 072,1
Należności	1 944,7	2 649,2	3 306,6	3 598,8	3 649,0	3 514,4	3 517,8
Pozostałe aktywa obrotowe	246,3	137,8	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	1 174,9	3 230,9	1 952,5	1 630,0	1 403,6	2 458,4	1 334,2

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
PASYWA	28 419,5	30 363,7	29 155,6	29 863,5	30 174,6	30 409,1	30 066,8
Kapitał własny	17 740,5	20 760,3	20 293,7	20 616,8	21 326,0	21 798,2	21 454,9
Kapitał akcyjny	5 000,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0
Kapitał rezerwowy	2 381,2	4 350,8	4 364,9	4 364,9	4 364,9	4 364,9	4 364,9
Zyski zatrzymane	10 359,3	10 509,5	10 028,7	10 351,9	11 061,1	11 533,3	11 189,9
Kapitał mniejszościowych	6,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Zobowiązania długoterminowe	4 711,8	6 624,9	5 319,0	5 424,9	5 018,8	4 916,7	4 899,8
Pożyczki i kredyty	322,9	2 369,1	1 063,2	1 169,0	763,0	660,8	643,9
Rezerwy	3 259,6	3 104,7	3 104,7	3 104,7	3 104,7	3 104,7	3 104,7
Pozostałe zobowiązania	1 129,2	1 151,1	1 151,1	1 151,1	1 151,1	1 151,1	1 151,1
Zobowiązania krótkoterminowe	5 961,0	2 971,2	3 535,6	3 814,5	3 822,5	3 687,0	3 704,9
Pożyczki i kredyty	4 057,0	89,2	40,0	44,0	28,7	24,9	24,2
Rezerwy	304,8	426,3	426,3	426,3	426,3	426,3	426,3
Zobowiązania handlowe	1 271,3	2 108,8	2 636,4	2 873,1	2 889,8	2 775,7	2 793,8
Pozostałe zobowiązania	327,9	346,8	432,9	471,1	477,7	460,1	460,5
Dług	4 379,9	2 458,3	1 103,2	1 213,0	791,7	685,7	668,2
Dług netto	3 205,0	-772,6	-849,3	-417,0	-611,9	-1 772,7	-666,0
(Dług netto / Kapitał własny)	18,1%	-3,7%	-4,2%	-2,0%	-2,9%	-8,1%	-3,1%
(Dług netto / EBITDA)	1,1	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,5	-0,2
BVPS	3,5	3,5	3,4	3,5	3,6	3,7	3,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Przepływy operacyjne	2 955,0	2 399,1	3 164,6	1 978,9	3 341,8	3 587,4	3 199,7
Zysk netto	793,1	879,7	1 148,9	1 242,3	1 703,0	1 834,6	1 491,3
Amortyzacja	1 530,8	1 401,9	1 435,7	1 578,5	1 642,9	1 697,0	1 719,6
Kapitał obrotowy	21,0	163,6	-253,1	-113,9	-4,2	55,7	-11,2
Pozostałe przepływy	610,2	-46,1	833,1	-728,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-1 280,2	-732,3	-2 880,8	-1 779,6	-1 967,9	-2 467,9	-245,1
CAPEX	-1 274,4	-1 320,7	-2 212,8	-2 212,9	-2 213,4	-1 362,1	-1 370,6
Inwestycje kapitałowe	-22,1	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe przepływy	16,3	590,1	-668,0	433,3	245,4	-1 105,9	1 125,5
Przepływy finansowe	-1 472,7	626,9	-1 556,3	-139,3	-659,5	-408,4	-1 892,3
Emisja akcji	0,0	2 640,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-711,6	-1 658,7	-1 355,1	109,8	-421,4	-106,0	-17,5
Dywidenda (buy-back)	-207,5	-150,6	-135,0	-176,3	-190,6	-261,3	-1 834,6
Odsetki	-247,5	-104,6	-66,2	-72,8	-47,5	-41,1	-40,1
Pozostałe przepływy	-306,0	-99,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	202,1	2 293,7	-1 272,5	60,1	714,4	711,0	1 062,3
Środki pieniężne na koniec okresu	1 174,9	3 230,9	1 952,5	1 630,0	1 403,6	2 458,4	1 334,2
DPS (PLN)	0,04	0,03	0,15	0,16	0,17	0,23	0,31
FCF	1 680,5	1 078,4	951,8	-234,0	1 128,4	2 225,3	1 829,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-11,7%	-10,5%	-14,1%	-13,0%	-12,8%	-8,2%	-8,2%

Wskaźniki rynkowe

	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
P/E	22,0	23,4	17,9	16,6	12,1	11,2	13,8
P/CE	7,5	9,0	8,0	7,3	6,2	5,8	6,4
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0
P/S	1,6	1,6	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
FCF/EV	8,1%	5,4%	4,8%	-1,2%	5,6%	11,8%	9,2%
EV/EBITDA	7,2	7,5	6,8	6,5	5,4	4,9	5,6
EV/EBIT	15,6	15,8	13,5	13,4	9,7	8,7	11,0
EV/S	1,9	1,6	1,3	1,2	1,2	1,1	1,2
DYield	1,2%	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%	1,3%	8,9%
Cena (PLN)	3,49	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Liczba akcji na koniec roku (mln)	5 000,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0	5 900,0
MC (mln PLN)	17 450,0	20 591,0	20 591,0	20 591,0	20 591,0	20 591,0	20 591,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	6,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
EV (mln PLN)	20 655,0	19 818,4	19 741,7	20 174,0	19 979,1	18 818,3	19 925,0

Departament Analiz:

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Wicedyrektor
michal.marczak@dibre.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media, hotele

Analitycy:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Andrzej Lis tel. (+48 22) 697 47 42
andrzej.lis@dibre.com.pl
IT

Michał Mierzwa tel. (+48 22) 697 47 41
michal.mierzwa@dibre.com.pl
Chemia, ropa naftowa i gaz

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01
krzysztof.radojewski@dibre.com.pl
Farmaceutyki, budownictwo, usługi

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Handel, inne

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88
jacek.borawski@dibre.com.pl
Analiza techniczna

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor
grzegorz.domagala@dibre.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
michal.skowronski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka tel. (+48 22) 697 48 95
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Krzysztof Solus tel. (+48 22) 697 47 31
krzysztof.solus@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

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54
joanna.niedziela@dibre.com.pl

Aleksander Mazur tel. (+48 22) 697 48 69
aleksander.mazur@dibre.com.pl

Michał Świtakowski tel. (+48 22) 697 48 16
michal.switakowski@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.

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 Bank 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 Papierów Wartościowych i Giełd.

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
data wydania	2005-11-23
kurs z dnia rekomendacji	3,40
WIG w dniu rekomendacji	33119,93