

wtorek, 28 maja 2019 | aktualizacja raportu

PGNiG: kupuj (podwyższona)

PGN PW; PGN.WA | Paliwa, Polska

Spotowe ceny gazu złym doradcą

W kwietniu podnieśliśmy naszą rekomendację dla PGNiG do akumuluj, licząc na odbicie cen gazu w kolejnych miesiącach. Jednak póki co kontrakty spotowe testują nowe minima, a kurs Spółki spadł o kolejne 10%, co plasuje PGNiG wśród najgorszych inwestycji w europejskim sektorze gazowym w ujęciu YTD. Koncernowi nie pomagał również rosnący spread ropa-gaz (ryzyko dla obrotu w średnim terminie), opóźniający się finalny wyrok arbitrażu, obniżka taryf w dystrybucji czy agresywne prognozy Zarządu w zakresie Capex. Uwzględniając gorsze otoczenie dla segmentów wydobywania i obrotu w tym roku, obniżamy nasze prognozy EBITDA o około 8%, utrzymując jednocześnie pozytywny scenariusz na lata kolejne. Przy takich założeniach wskaźnik EV/EBITDA wraca w latach 2019-20 w okolice 4,0x, a wciąż mocny bilans (gotówka netto mimo wdrożenia MSSF16) daje szansę na wzrost dywidend (rosnące potrzeby budżetowe) lub akwizycje konwertujące nadpłynność na strumień EBITDA. Nie można też mimo dotychczasowych opóźnień zapominać o zbliżającym się rozstrzygnięciu arbitrażu. W tym kontekście po ostatnich spadkach kursu podnosimy rekomendację do kupuj, obniżając jednocześnie cenę docelową z 6,92 PLN do 6,47 PLN.

Spotowe ceny gazu straszą, ale...

Ceny spotowe gazu, po krótkim odbiciu, wyznaczają kolejne minima pod ciężarem ciepłej zimy i rekordowych stanów magazynowych. W średnim terminie fundamenty są jednak w naszej opinii wciąż relatywnie mocne, co też zdaje się być odzwierciedlone w krzywej terminowej (1Y FWD ~20 EUR/MWh). Sezon wiosenno-letni nie jest oczywiście dobrym otoczeniem dla odbicia na rynku gazu, ale w naszej opinii kolejne miesiące będą coraz lepsze z uwagi na: 1) powrót wyższego popytu w Chinach, 2) aktywny arbitraż LNG, 3) parytet kosztów w produkcji energii elektrycznej, 4) powrót do parytetu ropa-gaz.

Silny bilans, mocny CF: akwizycje lub wyższa dywidenda

Na koniec 1Q Spółka zwiększyła stan gotówki netto do 0,65 mld PLN, mimo niekorzystnego przesunięcia leasingu/użytkowania wieczystego do zobowiązań finansowych (1,1 mld PLN). Zarząd zapowiada co prawda wysokie nakłady inwestycyjne (6,6 mld PLN), ale biorąc pod uwagę wykonanie 1Q i realizację tych prognoz w poprzednich latach (bez akwizycji: 2017: 62% 2018: 63%) nawet nasze założenie na poziomie 4,9 mld PLN może nie być zrealizowane bez ewentualnych akwizycji złożeń. W tym kontekście wobec rosnących potrzeb budżetowych nie można wykluczyć kolejnej dywidendy zaliczkowej i podwyższenia wskaźnika wypłaty w latach kolejnych. FCV/EV yield 5,9% w latach 2020-22 vs 3,3% w 2017-19.

Obrót znów rozczarował, co dalej?

Zakładaliśmy, że wyniki segmentu obrotu znacząco wzrosną w tym roku, ale rezultat 1Q rozczarował (koszty zakupu, drogi gaz w magazynach) i implikuje konieczność rewizji w dół naszych dotychczasowych założeń dla tego roku (podnosimy koszt jednostkowy w kontrakcie jamalskim, obniżamy prognozy realizowanych cen sprzedaży). Konserwatywnie korygujemy także długoterminowe marże w kategorii klientów komercyjnych o 1 PLN/MWh.

| (mIn PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody | 35 857,0 | 41 234,0 | 35 386,4 | 38 679,7 | 42 921,9 |
| EBITDA | 6 579,0 | 7 115,0 | 6 834,8 | 8 253,0 | 8 792,9 |
| marża EBITDA | 18,3% | 17,3% | 19,3% | 21,3% | 20,5% |
| EBIT | 3 910,0 | 4 395,0 | 3 996,0 | 5 160,7 | 5 610,9 |
| Zysk netto | 2 923,0 | 3 212,0 | 2 894,2 | 3 734,2 | 4 063,6 |
| P/E | 11,0 | 10,0 | 11,1 | 8,6 | 7,9 |
| P/CE | 5,8 | 5,4 | 5,6 | 4,7 | 4,4 |
| P/BV | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,7 |
| EV/EBITDA | 5,0 | 4,5 | 4,8 | 3,9 | 3,6 |
| DPS | 0,20 | 0,07 | 0,11 | 0,20 | 0,26 |
| DYield | 3,6% | 1,3% | 2,0% | 3,6% | 4,6% |

| | |
|-------------------------------|--------------|
| Cena bieżąca | 5,58 PLN |
| Cena docelowa | 6,47 PLN |
| Kapitalizacja | 32,0 mld PLN |
| Free float | 9,01 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 52,7 mln PLN |

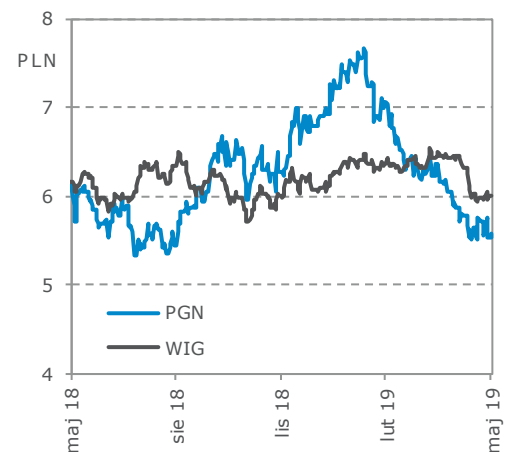
Struktura akcjonariatu

| | |
|---------------|--------|
| Skarb Państwa | 71,88% |
| Pozostali | 28,12% |

Profil spółki

PGNiG jest największą w Polsce spółką w sektorze gazu ziemnego o rocznej sprzedaży do odbiorców końcowych rzędu 17-18 mld m³ gazu. Koncern wydobywa rocznie 4,5 mld m³ gazu i 1,3 mln ton ropy naftowej rocznie (w tym zagraniczne projekty E&P, z których najważniejszy jest ten na szelfie norweskim). Ważnym segmentem działalności jest także dystrybucja gazu w oparciu o własną infrastrukturę. PGNiG jest również obecny w obszarze wytwarzania energii i ciepła.

Kurs akcji PGNiG na tle WIG



| Spółka | Cena docelowa | | Rekomendacja | |
|--------|---------------|-------|--------------|----------|
| | nowa | stara | nowa | stara |
| PGNiG | 6,47 | 6,92 | kupuj | akumuluj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|--------|--------------|---------------|------------------|
| PGNiG | 5,58 | 6,47 | +16,1% |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2019P | 2020P | 2021P |
|--------------------------------------|--------|-------|-------|
| EBITDA | -8,4% | +2,0% | +1,8% |
| Zysk netto | -17,7% | -4,7% | -4,7% |
| Brent (USD/Bbl) | +0,0% | +0,0% | +0,0% |
| Gaz EU (EUR/MWh) | -10,2% | +0,0% | +0,0% |
| USD/PLN | +0,0% | +0,0% | +0,0% |

Analitik:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klisczcz@mbank.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

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

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPOJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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.

mBank 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.

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.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 28 maja 2019 o godzinie 08:30.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 28 maja 2019 o godzinie 08:30.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczył, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki PGNiG wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

| rekomendacja | akumuluj | trzymaj | trzymaj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2019-04-02 | 2019-03-05 | 2019-02-04 | 2018-11-05 | 2018-09-03 | 2018-06-29 | 2018-05-09 |
| cena docelowa (PLN) | 6,92 | 7,08 | 7,72 | 7,72 | 7,86 | 8,28 | 8,17 |
| kurs z dnia rekomendacji | 6,31 | 6,58 | 7,63 | 6,35 | 5,82 | 5,53 | 6,20 |

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl