

wtorek, 26 marca 2019 | aktualizacja raportu

PGE: kupuj (podtrzymana)

PGE PW; PGE.WA | Energetyka, Polska

2019 nie taki straszny jak go malują

Notowania spółek utilities w Europie wspinają się na nowe szczyty (indeks sektorowy +13% YTD) na fali odwrócenia wieloletnich tendencji na wynikach. WIG Energetyka, po dobrym początku roku, stracił korelację z europejską grupą porównawczą i pogłębił dyskonto na EV/EBITDA. Katalizatorem tego pogorszenia sentymentu stała się sama PGE, która najpierw poinformowała o profilaktycznej rezerwie na rekompensaty, a później zaskoczyła pesymistycznymi prognozami na rok 2019. Tymczasem w naszej opinii rok 2019 może jeszcze zaskoczyć in plus, szczególnie że oczekiwania rynkowe zostały mocno schłodzone. Chwilowe pogorszenie modelowych marż terminowych na TGE (duży udział czynników pogodowych) nie powinno przesłaniać perspektywy kontynuacji poprawy EBITDA w kolejnych latach (oddanie inwestycji, rynek mocy) i znacznych FCF. W tych okolicznościach i rosnących potrzebach budżetu państwa dywidenda powinna przestać być tematem tabu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Uwzględniamy jednak większą presję na koszty wynagrodzeń i niższe ceny zielonych certyfikatów, stąd obniżamy prognozy średnio o 3% na EBITDA i korygujemy cenę docelową do 13,77 PLN.

Rok 2019 może zaskoczyć in plus

Podane przez Zarząd oczekiwane kierunki zmian EBITDA w 2019 stały się przyczynkiem do naszym zdaniem zbyt pesymistycznych tez o konieczności istotnej rewizji konsensusu. W naszych prognozach uwzględniamy z pewnością główne negatywne katalizatory: ubytek wyniku w ciepłe (-0,4 mld PLN), koszty wynagrodzeń (-0,3 mld PLN), jednakże upatrujemy pozytywnych zaskoczeń m.in. w obszarze zarządzania portfelem (zaniżona o 0,3 mld PLN baza odniesienia), z tytułu kontrybucji nowych bloków w Opolu (0,2 mld PLN) czy finalnej realizacji CDS przez flotę węglową. Oczywiście warunkiem koniecznym jest neutralny wpływ rekompensat, co nadal jest możliwe mimo obecnego chaosu w tym temacie.

Perspektywa coraz wyższych FCF

Nakłady na największe projekty (Opole, Turów) zostały już zrealizowane w 80% i najbliższe 3 lata powinny przynieść znaczące nadwyżki przepływów pieniężnych (6,6 mld PLN FCF'19-21), a co za tym idzie redukcję i tak relatywnie niskiego długu netto. Będzie to argumentem w dyskusji nad polityką dywidendową, szczególnie że ten temat może odzyskiwać znaczenie dla budżetu państwa. Przypominamy też, że CFO w 2018 był zainfekowany na około 1 mld PLN przez zmianę polityki zakupów CO2 i konieczność uzupełnienia depozytów na TGE.

Nieco słabsze odczyty na TGE, ale CDS-y nadal wysokie

W lutym i marcu modelowa marża terminowa elektrowni węglowej na rok 2020 uległa kompresji głównie z uwagi na warunki pogodowe (spadek popytu i wysoką wietrzność zwiększającą produkcję farm wiatrowych) i spadek cen węgla z importu. Naszym zdaniem jest to w dużym stopniu zjawisko tymczasowe i wkrótce CDS-y powinny się odbudowywać, szczególnie że zgodnie z aktualną prognozą PSE w maju i czerwcu ponownie spadnie poziom rezerwy w systemie.

(mld PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	23 100,0	25 946,0	39 389,9	43 237,6	41 684,6
EBITDA	7 650,0	6 364,0	7 423,6	8 219,3	9 624,1
marża EBITDA	33,1%	24,5%	18,8%	19,0%	23,1%
EBIT	3 552,0	2 471,0	3 341,4	3 958,3	5 330,1
Zysk netto	2 600,0	1 498,0	2 446,9	2 929,8	4 065,3
P/E	7,1	12,4	7,6	6,3	4,6
P/CE	2,8	3,4	2,8	2,6	2,2
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	3,6	4,6	3,9	3,4	2,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,33	0,39
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,3%	4,0%

Cena bieżąca	9,88 PLN
Cena docelowa	13,77 PLN
Kapitalizacja	18,52 mld PLN
Free float	7,89 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	48,7 mln PLN

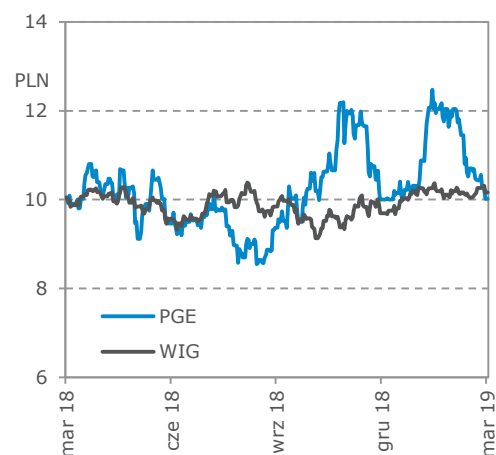
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	57,39%
Pozostali akcjonariusze	42,61%

Profil spółki

PGE jest największym w Polsce holdingiem energetycznym, w którego skład wchodzi elektrownie i elektrociepłownie o łącznych mocach 16 GW i rocznej produkcji na poziomie 66 TWh, co daje około 40% udział w krajowym rynku. Około 60% prądu produkowane jest w oparciu o dostawy surowca z własnych kopalni węgla brunatnego. Spółka posiada także sieć dystrybucji energii (około 27% polskiego rynku) oraz największą w kraju spółkę detaliczną zajmującą się sprzedażą energii do klientów końcowych (40,4 TWh).

Kurs akcji PGE na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PGE	13,77	14,47	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PGE	9,88	13,77	+39,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
	EBITDA	-2,7%	-3,7%
Zysk netto	-11,3%	-10,6%	-8,9%
Energia (EUR/MWh)	-0,7%	+3,1%	+2,9%
Węgiel (PLN/t)	-3,6%	-1,0%	-0,7%
CO ₂ (EUR/t)	+17,6%	+15,3%	+13,0%

Analitik:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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:

KUPIJ – 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. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 marca 2019 o godzinie 8:32. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 marca 2019 o godzinie 8:32.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, 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 metodologiczną 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 PGE wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-02-04	2018-11-29	2018-05-29	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	14,47	14,82	13,60	12,89
kurs z dnia rekomendacji	11,86	11,47	9,28	9,81

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 Poniąkowski
+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