

wtorek, 25 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

Energetyka

Polska, Czechy

Kiedy skończy się dramat na WIG-Energia?

W naszym listopadowym raporcie podtrzymałmy naszą pozytywną rekomendację dla polskiej energetyki, licząc że zaskakujące rozstrzygnięcia aukcji mocowych i wizja dodatnich przepływów pieniężnych pozwolą na kontynuację odbicia indeksu WIG-Energia. Tymczasem eskalacja zamieszania związanego z zamrożeniem cen energii oraz rozczarowanie na wynikach PGE ponownie zepchnęły sektor do defensywy. W naszej opinii scenariusz znacznej poprawy FCF w najbliższych latach nie jest jednak zagrożony, a katalizatorem do jego zdyskontowania może być ostateczne uruchomienie rekompensat za obniżki cen energii, które po nowelizacji ustawy wydaje się już bardzo bliskie. Zwracamy też uwagę na ewolucję rządowego podejścia do transformacji w kierunku OZE i potężne środki na jej realizację w postaci funduszu modernizacyjnego. Przy obecnym stanie wyprzedzały sektora nie można również lekceważyć „ryzyka” powrotu dywidend, szczególnie że w kolejnych latach budżet państwa może być bardziej potrzebujący, a bilanse spółek przestaną już puchnąć (dług netto/EBITDA powinien spaść z obecnego 2,3x do 1,4x na koniec 2021 roku). W tym kontekście utrzymujemy nasze pozytywne podejście do sektora.

Stoxx utilities na szczytach, a WIG-Energia na minimach

Po mocnym na tle rynku roku 2018, indeks europejskich spółek użyteczności publicznej w tym roku również zachowuje się lepiej od benchmarku rosnąc YTD o ponad 20%. Otoczenie stóp procentowych i perspektywa wzrostu wyników, a co za tym idzie również dywidend skutecznie zachęca globalny kapitał. Na tym tle WIG-Energia wypada dramatycznie ze spadkiem YTD -15% i wyceną EV/EBITDA 15% poniżej i tak już niskiej 3-letniej średniej. W ciągu ostatnich 5 lat EV polskiego sektora obniżyła się o 13%, podczas gdy strumień EBITDA wzrósł o 8% (w okresie 2013-20 wzrosło o 18%, a 2013-21 o 33%), co dobrze ilustruje skalę de-ratingu.

Perspektywa znacznej poprawy FCF

Według naszych szacunków średnioroczny capex 2020-23 wyniesie 12,4 mld PLN vs. 15 mld PLN w okresie 2015-19 (luka inwestycyjna po zakończeniu dużych projektów węglowych). W zestawieniu z oczekiwanym wzrostem potencjału skor. EBITDA w sektorze z 14,9 mld PLN w okresie 2015-19 do 18,6 mld PLN w 2020-23, ten scenariusz implikuje znaczny wzrost generowanej gotówki w najbliższych latach. Uproszczony FCF (EBITDA-CAPEX po podatku) w najbliższych 5 latach 2019-23 powinien sięgnąć 19 mld PLN (32% EV), a po korekcie o koszty odsetkowe FCFE wyniesie 14 mld PLN, czyli 55% aktualnego MCap. Słabszego pod względem przepływów 1Q'19 nie można naszym zdaniem ekstrapolować na kolejne okresy z uwagi na szereg czynników jednorazowych obniżających CF w tym okresie.

Transformacja energetyczna z dużym wsparciem

Wszystko wskazuje na to, że finalna wersja rządowej polityki energetycznej do 2040 roku będzie wpisywać się w mainstreamowe trendy w sektorze (rozwój OZE, regulacyjne moce gazowe). Ważne jest to, że ta transformacja będzie wiązała się z dużym wsparciem środków publicznych, zaczynając od rynku mocy (kontrakty dla nowych bloków CCGT i zagwarantowane już kontrakty, w tym 2,9 mld PLN rocznie w umowach 5-15 letnich), przez aukcje OZE, a kończąc na środkach z funduszu modernizacyjnego (potencjalnie nawet 17 mld EUR, a bez puli solidarnościowej 10 mld EUR). Nie można też zapominać, iż zapowiadany rozwój rozproszonych instalacji PV będzie realizowany poza energetyką zawodową.

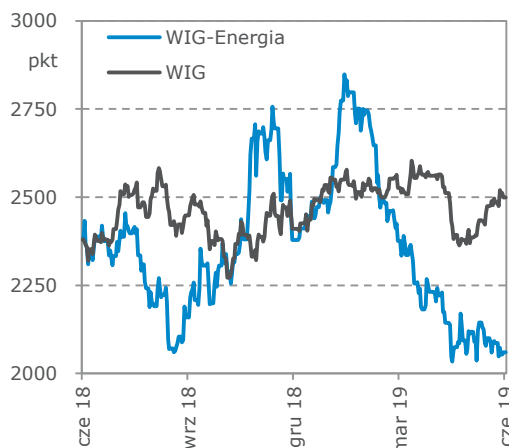
Spółka	P/E		P/CE		EV/EBITDA		P/BV
	2019P	2020P	2019P	2020P	2019P	2020P	2018
CEZ	16,2	14,1	6,2	5,8	7,6	7,0	1,2
Enea	3,2	2,9	1,4	1,3	3,2	3,0	0,3
Energa	4,1	4,6	1,7	1,8	3,8	4,2	0,3
PGE	8,0	6,2	2,7	2,4	3,9	3,5	0,4
Tauron	2,5	2,3	0,9	0,8	4,1	3,6	0,2

WIG-Energia	2 099
WIG	60 003
P/E 2019P	6,8x
EV/EBITDA 2019P	4,5x

Rynek energii w Europie i w Polsce

Ceny energii w Europie spadły poniżej 50 EUR/MWh za sprawą korekty notowań węgla i gazu, ale nadal znajdują się na poziomach znacznie wyższych od średniej z ostatnich 5 lat, głównie z uwagi na wysokie ceny uprawnień do emisji. W Polsce te trendy są odwzorowywane i roczny kontrakt na dostawę energii oscyluje wokół 270 PLN/MWh. Pozytywne tendencje w obszarze wytwarzania wpływają na podwyżki rynkowego konsensusu wyników i przyszłych dywidend dla Stoxx Utilities, choć należy pamiętać że ze względu na politykę zabezpieczeń, wyższe marże pojawią się dopiero w 2020-21 roku.

Kurs WIG-Energia na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CEZ (CZK)	597,82	565,50	akumuluj	trzymaj
Enea	12,41	12,51	kupuj	kupuj
Energa	12,67	12,21	kupuj	kupuj
PGE	13,26	13,39	kupuj	kupuj
Tauron	2,52	2,89	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CEZ (CZK)	544,00	597,8	+9,9%
Enea	8,53	12,41	+45,6%
Energa	7,33	12,67	+72,9%
PGE	9,00	13,26	+47,3%
Tauron	1,57	2,52	+61,1%

Analitik:

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

wtorek, 25 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

CEZ: akumuluj (podwyższona)

CEZ PW; CEZ.WA | Energetyka, Czechy

Dystans do nadrobienia do Stoxx Utilities

Kurs CEZ odkleił się w tym roku od europejskiej grupy porównawczej o ponad 20%, mimo że ryzyka związane z projektem atomowym raczej się zmniejszyły, a Spółka rozpoczęła cykl wzrostowy na wynikach po 9 latach spadków na linii EBITDA. Zapowiedziane poziomy nakładów inwestycyjnych (~30 mld CZK rocznie) w połączeniu z deklaracją dezinvestycji na rynkach zagranicznych (łącznie sprzedaż aktywów w Bułgarii, Rumunii, Turcji i Polsce mogłaby uwolnić co najmniej 30-40 mld CZK) i rezygnacją z akwizycji projektów OZE w Europie Zachodniej tworzy znaczną przestrzeń do wypłaty dywidendy zgodnie ze skorygowaną polityką w tym zakresie. Aplikując wyższe prognozy CO₂ do modelu, a co za tym idzie wyższe marże na „czystym” wytwarzaniu, podnosimy nasze długoterminowe prognozy dla Spółki i uwzględniamy wyższe mnożniki w wycenie porównawczej, czego efektem jest wzrost ceny docelowej o 6% do poziomu 597,8 CZK. Podnosimy nasze zalecenie inwestycyjne z trzymaj do akumuluj.

Odwrócenie długoterminowego trendu na wynikach

Po 9 latach spadków na EBITDA ten rok przynosi odwrócenie tej negatywnej tendencji, a w kolejnych oczekujemy kontynuacji poprawy wyników. Tegoroczna zrealizowana cena energii w wytwarzaniu powinna być wyższa r/r o ponad 5 EUR/MWh, a w perspektywie 2022 roku zwiększy się o kolejne 13 EUR/MWh, co jest wypadkową rynkowych trendów i prowadzonej polityki hedgingowej koncernu. Wyższe przychody na flocie bezemisyjnej z nawiązką skompensują brak darmowych uprawnień w elektrowniach węglowych, a dodatkowo Spółka powinna korzystać na przyroście WRA w dystrybucji.

Projekt atomowy wydaje się być „oswojony”

Po wcześniejszych, groźnych z punktu widzenia akcjonariuszy CEZ, wypowiedziach przedstawicieli czeskiego rządu na temat zaangażowania koncernu w projekt jądrowy, ostatnie komunikaty są raczej uspokajające. Ministerstwo przemysłu wydaje się podzielać zdanie Zarządu, co do konieczności wypracowania odpowiedniej konstrukcji finansowania projektu przed ogłoszeniem przetargu i to póki co obniża prawdopodobieństwo przeniesienia ryzyka biznesowego na CEZ. Poza tym realistyczny harmonogram zakłada rozpoczęcie budowy najwcześniej za 5 lat, a w perspektywie roku 2024 nakłady nie powinny przekroczyć 100 mln EUR.

Dawno nie widziane dyskonto do grupy porównawczej

W ujęciu YTD akcje CEZ pozostają w tyle za europejską grupą porównawczą już ponad 20 punktów procentowych, co jest sporym zaskoczeniem w kontekście wrażliwości Spółki na ceny energii i CO₂. Aktualnie czeski koncern notowany jest z 8% dyskontem na EV/EBITDA do benchmarku, podczas gdy w ostatnich 3 latach odchyłał się in plus o co najmniej 5%. Warto też odnotować, że dzięki poprawie wyników Spółka odbudowuje poziom DYield, zarówno w ujęciu bezwzględnym jak i relatywnie do stopowy wolnej od ryzyka czy DYield dla Stoxx Utilities. W naszym bazowym scenariuszu stopa dywidendy przy założeniu 90% wypłaty z zysku (nowa polityka dywidendowa zakłada payout 80-100%) znów przekroczy 6% w roku 2021.

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	205 092	184 486	205 365	223 463	234 528
EBITDA	55 155	49 664	58 629	62 640	63 454
marża EBITDA	26,9%	26,9%	28,5%	28,0%	27,1%
EBIT	25 620	19 759	29 601	33 151	34 076
Zysk netto	18 765	10 327	18 036	20 761	20 614
P/E	15,6	28,3	16,2	14,1	14,2
P/CE	6,1	7,3	6,2	5,8	5,9
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	8,0	9,0	7,7	7,1	7,0
DPS	33,0	32,7	24,0	30,2	34,7
DYield	6,0%	6,0%	4,4%	5,5%	6,4%

Cena bieżąca	544,00 CZK
Cena docelowa	597,80 CZK
Kapitalizacja	292,7 mld CZK
Free float	88,4 mld CZK
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	275,4 mln CZK

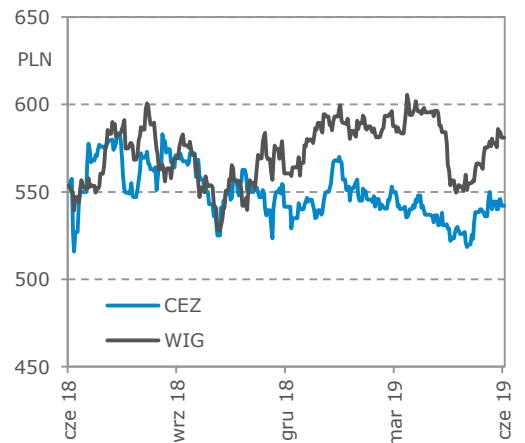
Struktura akcjonariatu

Republika Czeska	69,78%
Pozostali akcjonariusze	30,22%

Profil spółki

CEZ jest największym producentem energii w Czechach (58,8 TWh i 67% rynku) i największym jej dystrybutorem (65% rynku) i sprzedawcą (28% rynku). Posiada także aktywa produkcyjne w Polsce oraz prowadzi działalność dystrybucyjną w Bułgarii (28% rynku) i Rumunii (12% rynku), gdzie uruchomiła również 2 duże farmy wiatrowe. Poprzez akwizycję Spółka zbudowała ekspozycję na rynek turecki (3% udział w dystrybucji energii). W ostatnim czasie CEZ rozwija także swoją obecność w Europie Zachodniej w obszarze OZE (projekty wiatrowe w Niemczech i Francji).

Kurs akcji CEZ na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara

CEZ (CZK)	597,80	565,50	akumuluj	trzymaj
-----------	--------	--------	----------	---------

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
--------	--------------	---------------	------------------

CEZ (CZK)	544,00	597,80	+9,9%
-----------	--------	--------	-------

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA	+0,6%	+4,6%	+2,6%
Zysk netto	+1,5%	+11,9%	+6,8%
Energia (EUR/MWh)	+0,9%	+3,0%	+4,6%
EUR/CZK	+0,0%	+0,0%	+0,0%
CO ₂ (EUR/t)	+20,0%	+20,0%	+20,0%

Analitik:

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

wtorek, 25 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

Enea: kupuj (podtrzymana)

ENA PW; ENAE.WA | Energetyka, Polska

Najmocniejsze momentum wyników w sektorze

Enea w teorii stanowi najlepszą ekspozycję na rozszerzenie modelowej marży na generacji węglowej w Polsce, a tymczasem w ujęciu YTD okazała się jedną z najgorszych inwestycji w sektorze. Na bazie wskaźnika EV/EBITDA'19-20 Spółka jest wyceniana z 20% dyskontem do najbliższych konkurentów, co trudno racjonalnie wytłumaczyć, szczególnie biorąc pod uwagę momentum wyników (potwierdzenie iż problemy z rentownością w 2018 były przejściowe), perspektywę FCF (FCFE yield w kolejnych 3 latach >9%) i relatywnie niższą emisyjność floty wytwórczej (0,8t/MWh). Siła bilansu predestynuje Eneę do powrotu do płacenia dywidend, tym bardziej że decyzja o transferze do akcjonariuszy zapadła ostatnio w zależnej LWB. Podtrzymujemy rekomendację z kupuj z nieznacznie niższą ceną docelową na poziomie 12,41 PLN (efekt konserwatywnego uwzględnienia w długi netto użytkownika wieczystego zgodnie z MSSF16).

Rok 2019 potwierdza, iż 2018 był wypadkiem przy pracy

W ubiegłym roku Enea rozczarowała wynikami wytwarzania i wydobycia, ale było to pochodną zdarzeń o charakterze jednorazowym (problem z dyspozycyjnością bloków, 250 mln PLN straty na optymalizacji portfela, rekordowo niskie uzyski w Bogdancie). Rezultaty 1Q'19 potwierdzają, że w tym roku można oczekiwać odzwierciedlenia zarówno modelowych marż w generacji (średni CDS na starych blokach +19 PLN/MWh+, a na bloku 11 nawet +33 PLN/MWh), jak i wyższych cen węgla (+11%), szczególnie że w pierwszym kwartale LWB zaraportowała poprawę uzysków +8 p.p. i 20% wzrost wolumenów produkcji netto. Dodatkowo Grupa poprawia rentowność na bloku biomasowym w Połańcu (wysokie ceny energii i zielonych certyfikatów). Perspektywy na kolejne lata również wyglądają obiecująco, zarówno ze względu na poprawę CDS dla bloku 11, jak i pełną dyspozycyjność bloków 500 MW oraz uruchomienie płatności mocowych (przypominamy, że w naszych prognozach uwzględniamy tylko podpisane umowy pokrywające 58% aktualnej mocy zainstalowanej).

Mocny FCF na horyzoncie

W 1Q'19, podobnie jak w całym sektorze, przepływy operacyjne w Enei raczej rozczarowały, ale zwracamy uwagę że wynikało to z sezonowego odpływu gotówki na uprawnienia CO₂ (zamykanie transakcji FWD), zamrożenia kapitału w taryfie G w związku z ustawą o cenach energii oraz zwiększenia zapasów węgla (+100 mln PLN) z uwagi na cieplejszą zimę i budowę bufora bezpieczeństwa na poczet planów remontowych na trasach kolejowych. Oczekujemy, że w kolejnych okresach te zjawiska zostaną odwrócone i cały rok Spółka zamknie rekordowym poziomem CF z operacji na poziomie 2,8 mld PLN. Nawet przy realizacji planowanych przez Zarząd nakładów na poziomie 2,6 mld PLN implikuje to znaczny dodatni FCF (zwracamy uwagę, że bez płatności na JV Ostrołęka C wykonanie tego planu po 1Q to zaledwie 16%). W kolejnych latach ta nadwyżka powinna rosnąć, a średni FCFE yield powinien sięgać 9% w okresie 2020-22. Zwracamy uwagę, że w naszych szacunkach uwzględniamy konserwatywnie 50% partycypację w kosztach budowy Ostrołęki C (konsolidacja nakładów na 3 mld PLN).

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	11 405,7	12 672,8	16 179,4	18 029,0	17 209,5
EBITDA	2 683,6	2 348,0	3 307,3	3 425,8	3 794,3
marża EBITDA	23,5%	18,5%	20,4%	19,0%	22,0%
EBIT	1 487,7	1 036,8	1 772,0	1 892,8	2 248,5
Zysk netto	1 070,2	686,5	1 188,0	1 283,1	1 574,0
P/E	3,5	5,5	3,2	2,9	2,4
P/CE	1,7	1,9	1,4	1,3	1,2
P/BV	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	4,4	3,2	3,0	2,7
DPS	0,28	0,00	0,00	0,00	0,29
DYield	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%

Cena bieżąca	8,53 PLN
Cena docelowa	12,41 PLN
Kapitalizacja	3,29 mld PLN
Free float	1,60 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	10,5 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	51,50%
Pozostali akcjonariusze	48,50%

Profil spółki

Enea jest jedną z największych zintegrowanych polskich grup energetycznych, a jej udział w rynku dystrybucji sięga 14% (Spółka obsługuje 2,3 mln klientów). W skład Grupy wchodzi Elektrownia Kozienice (3,88 GW), przejęta w roku ubiegłym elektrownia Połaniec (1,9 GW) oraz EC Białystok. Koncern kontroluje również kopalnię LW Bogdanka o rocznej produkcji przekraczającej 9 mln ton węgla.

Kurs akcji ENA na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Enea	12,41	12,51	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Enea	8,53	12,41

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
	EBITDA	+1,4%	+0,7%
Zysk netto	-2,3%	-2,5%	-2,2%
Energia (EUR/MWh)	+0,0%	+5,6%	+6,0%
Węgiel (PLN/t)	+2,3%	+0,0%	+0,0%
CO ₂ (EUR/t)	+20,0%	+20,0%	+20,0%

Analitik:

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

wtorek, 25 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

Energa: kupuj (podtrzymana)

ENG PW; ENGP.WA | Energetyka, Polska

Rekompensaty mogą zmniejszyć dyskonto w wycenie

W strukturze EBITDA przez najbliższe 4 lata segment dystrybucji i OZE stanowi ponad 90%, a w przypadku planowanych nakładów inwestycyjnych ponad 60% już przy uwzględnieniu konsolidacji 50% udziałów w projekcie Ostrołęka C. Tymczasem spółka jest notowana z 25% dyskontem do Wartości Regulacyjnej Aktywów, nie licząc aktywów odnawialnych, które generują rocznie około 0,3 mld PLN EBITDA. Ujemna wartość alokowana do konwencjonalnej generacji przekracza z nawiązką całkowite nakłady przewidziane na projekt w Ostrołęce, co tylko podkreśla skalę niedowartościowania Spółki. Pozytywnym katalizatorem w kolejnych miesiącach powinno być finalne wdrożenie rekompensat za zamrożenie cen energii, dzięki któremu znacząco poprawią się perspektywy dla segmentu obrotu, którego znormalizowany potencjał wynosi naszym zdaniem nawet 0,2 mld PLN EBITDA rocznie. **Podtrzymujemy rekomendację kupuj, podnosząc nieznacznie cenę docelową do 12,67 PLN, z uwagi na pozytywną rewizję ścieżki cenowej dla zielonych certyfikatów.**

Wyniki obrotu mocno eksponowane na rekompensaty

Energa jako jedyna zdecydowała się na obniżenie cen energii dla wszystkich odbiorców, mimo braku finalnego rozporządzenia regulującego system rekompensat. W efekcie w związku z przedłużającym się procesem legislacyjnym w 1Q Spółka zaksięgowła dodatkową stratę na klientach komercyjnych na ~170 mln PLN. Jeśli zgodnie z bazowym scenariuszem w sierpniu rozpocznie się wypłata rekompensat, te rezerwy zostaną odwrócone i odblokowana zostanie gotówka zamrożona obecnie w należnościach. Jeśli portfel Energi nie będzie istotnie odbiegał od modelowego uwzględnionego w rozporządzeniu to nasza prognoza EBITDA dla segmentu na poziomie 94 mln PLN może okazać się zbyt konserwatywna (skor. 1Q to 77 mln PLN).

Projekt Ostrołęka C – aktualizacja

Projekt budowy bloku węglowego w Ostrołęce jest realizowany zgodnie z założeniami, mimo iż nadal SPV nie ma zapowiadanej umowy kredytowej. Energa i Enea zobowiązały się póki co zapewnić finansowanie w kwocie 2 mld PLN (transze Energi zapadają w latach 2019-20), ale w naszym modelu zakładamy konserwatywnie zaangażowanie equity po 50% całego budżetu projektu (łącznie 6 mld PLN). Nie wydaje się, aby na tym etapie inwestycja mogła być jeszcze wstrzymana, ale z umową na rynku mocy i obecnymi CDS -ami na rynku nie generuje już w naszej opinii znacznej ujemnej wartości.

Projekcja dla bilansu

Podobnie jak inne spółki z sektora, Energa zaskoczyła negatywnie przepływami z operacji w 1Q, ale po sezonowej normalizacji kapitału obrotowego w kolejnych okresach oczekujemy utrzymania wskaźnika DN/EBITDA w okolicach 2,4x na koniec roku. W następnych latach rośnie on maksymalnie do 3,2x przy pełnej konsolidacji Ostrołęki C (3,1x bez użytkowania wieczystego z MSSF16), co w teorii nie uniemożliwia powrotu do płatności dywidendy, która jest przede wszystkim wypadkową decyzji politycznej (przy 5% Dyield „koszt” dla bilansu to zaledwie 150 mln PLN, implikujące zwiększenie wskaźnika długu zaledwie o niecałe 0,1x EBITDA).

(mIn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	10 534,0	10 337,0	11 724,6	12 677,6	12 394,3
EBITDA	2 160,0	1 877,0	2 165,0	2 179,4	2 210,6
marża EBITDA	20,5%	18,2%	18,5%	17,2%	17,8%
EBIT	1 210,0	1 176,0	1 161,9	1 122,4	1 169,8
Zysk netto	773,0	739,0	733,7	653,8	659,9
P/E	3,9	4,1	4,1	4,6	4,6
P/CE	1,8	2,1	1,7	1,8	1,8
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	3,3	4,0	3,8	4,2	4,4
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	7,33 PLN
Cena docelowa	12,67 PLN
Kapitalizacja	3,03 mld PLN
Free float	1,47 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	6,8 mln PLN

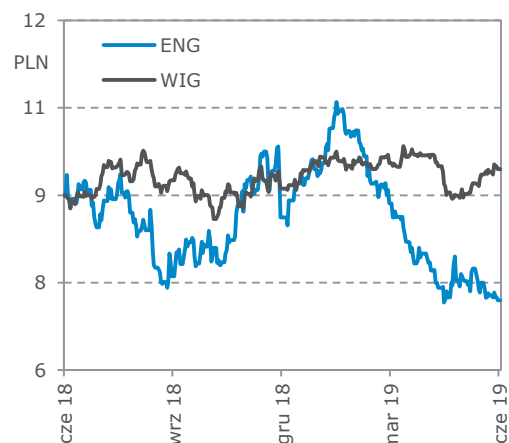
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	51,52%
Pozostali akcjonariusze	48,48%

Profil spółki

Grupa Energa jest jedną z czterech największych pionowo zintegrowanych grup energetycznych w Polsce. Energa jest trzecim największym operatorem systemu dystrybucyjnego (22,5 TWh w 2018 roku) i trzecim największym sprzedawcą energii (16% rynku). Produkcja energii z własnych źródeł w 2018 roku sięgnęła około 4,0 TWh, z czego prawie 31% pochodziło z OZE.

Kurs akcji ENG na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Energa	12,67	12,21	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Energa	7,33	12,67	+72,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA	+0,7%	-1,2%	-1,4%
Zysk netto	+1,8%	-2,7%	-3,3%
Energia (EUR/MWh)	+0,0%	+5,6%	+6,0%
Węgiel (PLN/t)	+2,3%	+0,0%	+0,0%
CO ₂ (EUR/t)	+20,0%	+20,0%	+20,0%

Analitik:

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

wtorek, 25 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

PGE: kupuj (podtrzymana)

PGE PW; PGE.WA | Energetyka, Polska

Wpadka 2019 nie powinna przesłaniać kolejnych lat

Kurs PGE przetestował swoje minima z września ubiegłego roku, a głównymi katalizatorami były rozczarowujące wyniki za 1Q oraz doniesienia o możliwych kolejnych akwizycjach w kontekście pojawiających się na rynku okazji. Naszym zdaniem nie można jednak ekstrapolować słabego początku roku na kolejne okresy, w szczególności na kolejne lata, gdyż zdecydowana większość negatywnych katalizatorów miała charakter krótkoterminowy. W kolejnych kwartałach Spółka powinna odzyskiwać momentum w ujęciu r/r (efekt polityki księgowania kosztów CO₂ i bazy odniesienia w segmencie ciepła), co powinno zachęcać do dyskontowania znacznej poprawy rentowności w latach 2020-21, za którą pojawią się mocne przepływy pieniężne. W kontekście ostatniej dość symptomatycznej deklaracji Zarządu o powrocie do polityki dywidendowej może to wystarczyć do znacznej poprawy sentymentu do Spółki, której EV na przestrzeni ostatnich 5 lat spadła o 25% mimo utrzymania skor. strumienia EBITDA i perspektywy jego wzrostu o ponad 30% w ciągu najbliższych 2 lat. Utrzymujemy rekomendację kupuj, nieznacznie korygując cenę docelową do 13,26 PLN z uwagi na konserwatywne uwzględnienie użytkownika wieczystego w długi netto (MSSF16).

Wyniki 2019 to jednorazowa „wpadka”

Rozczarowanie wynikami 1Q'19 to pochodna kilku czynników: niski load factor elektrowni na węgiel brunatny (decyzja PSE), niesprzyjająca pogoda, ponad 20% wzrosty cen węgla, nietrafiona strategia zabezpieczeń portfela w detalu czy droga energia kupiona na pokrycie strat sieciowych w dystrybucji. Trudno będzie to odrobić w kolejnych kwartałach (nie licząc jednorazowego efektu dodatkowych 11 mln ton uprawnień wartych 1,2 mld PLN), ale przestrzegamy przed ekstrapolowaniem tych rezultatów na kolejne lata. Przypominamy, że średnia cena sprzedaży energii w 2020 będzie istotnie wyższa przy podobnych kosztach węgla, a strategie hedgingowe po tegorocznych wpadkach zostały już zmodyfikowane. Dodatkowo w przyszłym roku pojawi się już pełna kontrybucja bloków w Opolu (przy aktualnych CDS-ach mają potencjał nawet 1 mld PLN EBITDA), a od 2H'20 bloku w Turowie (0,3 mld PLN). Od 2020 roku znormalizować powinny się również marże w obszarze obrotu (w tym roku EBITDA tylko 0,3 mld PLN vs. średnia 3-letnia na 0,6 mld PLN).

Perspektywa spadku capex

W tym roku można oczekiwać jeszcze wzrostu capex z uwagi na końcowe płatności za projekty w Opolu i Turowie, ale kolejne lata przyniosą znaczny spadek nakładów, a średni FCFE yield w latach 2020-22 szacujemy na 15%. Aktualnie dyskutowane projekty (CCGT, morskie farmy wiatrowe, fotowoltaika) nie zmieniają tego obrazu, szczególnie że większe nakłady na ich realizację to bardziej perspektywa 3-5 lat. Przypominamy, że słabszy CF z 1Q'19 to pochodna sezonowych/jednorazowych zdarzeń, które powinny odwrócić się w kolejnych okresach, a dodatkowo bilans odciąży sprzedaż dodatkowego pakietu uprawnień CO₂ za 1,2 mld PLN. Nie spodziewamy się też, żadnych konkretnych deklaracji w sprawie projektu atomowego, który mimo jego obecności w mediach nadal jest na bardzo wstępnym etapie.

(mIn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	23 100,0	25 946,0	38 724,4	44 289,6	43 161,6
EBITDA	7 650,0	6 364,0	8 168,3	7 924,9	9 468,1
marża EBITDA	33,1%	24,5%	21,1%	17,9%	21,9%
EBIT	3 552,0	2 471,0	4 086,2	3 704,5	5 174,2
Zysk netto	2 600,0	1 498,0	3 053,9	2 722,2	3 925,8
P/E	6,5	11,2	5,5	6,2	4,3
P/CE	2,5	3,1	2,4	2,4	2,0
P/BV	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,3	4,3	3,4	3,5	2,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,41	0,36
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,5%	4,0%

Cena bieżąca	9,00 PLN
Cena docelowa	13,26 PLN
Kapitalizacja	16,83 mld PLN
Free float	7,17 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	38,2 mln PLN

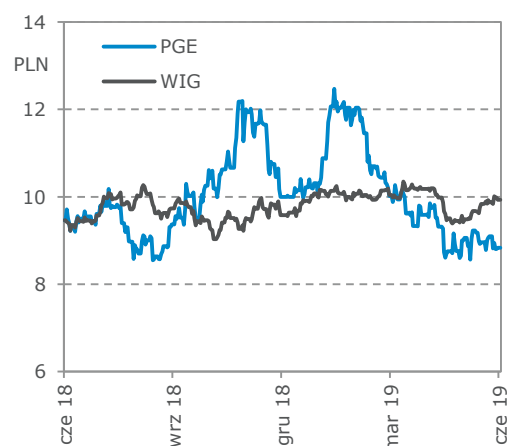
Struktura akcjonariatu

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 17 GW i rocznej produkcji na poziomie 66 TWh, co daje około 41% 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 TWh).

Kurs akcji PGE na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PGE	13,26	13,39	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PGE	9,00	13,26	+47,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA	-0,5%	-2,1%	-1,6%
Zysk netto	-1,1%	-4,9%	-3,4%
Energia (EUR/MWh)	+0,0%	+5,6%	+6,0%
Węgiel (PLN/t)	+2,3%	+0,0%	+0,0%
CO ₂ (EUR/t)	+20,0%	+20,0%	+20,0%

Analitik:

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

wtorek, 25 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

Tauron: kupuj (podtrzymana)

TPE PW; TPE.WA | Energetyka, Polska

Realna szansa na dekarbonizację floty wytwórczej

Tauron stanowi ucieleśnienie wszystkich realnych i wymagowanych ryzyk w polskim sektorze energetycznym, tak więc przy obecnym sentymencie trudno się dziwić, iż kurs akcji zachowuje się najgorzej w sektorze (YTD -30% vs. WIG-Energia -15%). W naszej opinii obawy dotyczące zarówno przyszłej rentowności, jak i poziomu zadłużenia są przesadzone, a słabsze przepływy w 1Q'19 nie mogą być ekstrapolowane na kolejne okresy (wpływ czynników jednorazowych i sezonowych). Dodatkowo uważamy, że Spółka może wykorzystać widoczną ewolucję rządu w podejściu do OZE i rozpocząć realną dekarbonizację swojego portfela, co już zostało zasygnalizowane w aktualizacji strategii w maju. Przypominamy też, że Spółka zabezpieczyła w długich kontraktach mocowych płatności rządu 0,6 mld PLN rocznie. W krótkim terminie pozytywnym katalizatorem powinno być uruchomienie rekompensat za zamrożenie cen energii. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, obniżając cenę docelową do 2,52 PLN z uwagi na konserwatywne uwzględnienie leasingu MSSF16 na 0,6 mld PLN w długi netto (głównie użytkowanie wieczyste, praktycznie bez wpływu na linię EBITDA).

Nowa strategia dekarbonizacji portfela

Tauron zakomunikował dość unikalną w polskim sektorze strategię obniżania udziału węgla w swoim portfelu, zarówno poprzez wyłączenie starych bloków węglowych (potwierdzenie naszej tezy o restrukturyzacji portfela i jego dostosowaniu do płatności mocowych) jak i sprzedaż części aktywów (kopalnia Janina, segment ciepła). Oczywiście za wcześnie na dyskutowanie takiego scenariusza, ale jego konsekwentna realizacja nie tylko obniży niepopularną przez rynek ekspozycję na węgiel, ale również znacznie ograniczy przyszłe nakłady inwestycyjne (rozbudowa ścian w kopalni, modernizacja starych jednostek pod BAT-y) i poprawy efektywność w generacji (koncentracja aktywów wytwórczych praktycznie w dwóch lokalizacjach). Jednocześnie rozbudowa obszaru OZE nie powinna zbytnio obciążać bilansu Spółki w kontekście deklarowanego zaangażowania PFR i wsparcia w postaci funduszu modernizacyjnego.

Rynek przeszacowuje ryzyka bilansowe

Przypominamy, że kowenanty kredytowe (3,5x DN/EBITDA) są kalkulowane bez uwzględniania leasingów z MSSF16 (0,63 mld PLN) oraz podporządkowanych obligacji hybrydowych (1,96 mld PLN). Na koniec marca tak szacowany parametr wynosił 2,74x. Z naszych prognoz wynika, że ryzyko przekroczenia poziomów granicznych jest przez rynek przeszacowywane. Zrealizowanie się takiego scenariusza „wymagałoby” ceteris paribus wzrostu długu netto o 3,5 mld PLN, albo spadku EBITDA do 2,6 mld PLN z LTM liczonego na koniec marca na poziomie 3,3 mld PLN (nasza roczna prognoza dla bieżącego roku to 3,56 mld PLN). Naszym zdaniem na koniec roku, po normalizacji przepływów z kapitału obrotowego, kowenant spadnie do 2,5x, a w 2021 roku do 2,3x. Przypominamy, że Tauron kończy obecnie projekt w Jaworznie, a średnioroczny capex 2020-23 będzie niższy w stosunku do okresu 2016-19 o ponad 20% (0,8 mld PLN).

(mIn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	17 424,6	18 121,7	20 810,0	23 219,0	22 744,9
EBITDA	3 618,4	3 374,7	3 566,1	3 968,2	4 235,4
marża EBITDA	20,8%	18,6%	17,1%	17,1%	18,6%
EBIT	1 879,3	790,7	1 671,1	1 854,9	2 119,9
Zysk netto	1 380,7	204,9	1 108,3	1 175,2	1 383,4
P/E	2,0	13,4	2,5	2,3	2,0
P/CE	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8
P/BV	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,2	3,9	4,1	3,6	3,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	1,57 PLN
Cena docelowa	2,52 PLN
Kapitalizacja	2,75 mld PLN
Free float	1,64 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	17,9 mln PLN

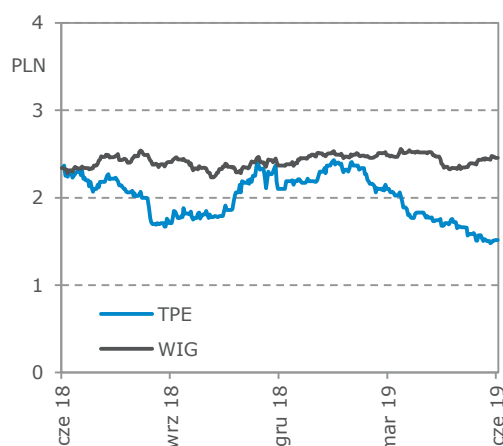
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	30,06%
KGHM	10,39%
NN OFE	5,06%
Pozostali akcjonariusze	54,49%

Profil spółki

Tauron to trzeci pod względem wielkości zintegrowany koncern energetyczny w Polsce z potencjałem wytwórczym na poziomie 5,0 GW i wydobyciem węgla rządu 5 mln ton rocznie. Koncern jest drugim, największym sprzedawcą detalicznym w Polsce i dostarcza klientom końcowym prawie 34 TWh energii elektrycznej w skali roku. Spółka posiada także infrastrukturę dystrybucyjną, poprzez którą w 2018 roku przesłano ponad 52 TWh energii.

Kurs akcji TPE na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Tauron	2,52	2,89	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Tauron	1,57	2,52	+61,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA	+0,5%	-0,8%	-1,3%
Zysk netto	-1,8%	-11,7%	-8,3%
Energia (EUR/MWh)	+0,0%	+5,6%	+6,0%
Węgiel (PLN/t)	+2,3%	+0,0%	+0,0%
CO ₂ (EUR/t)	+20,0%	+20,0%	+20,0%

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 księgowa
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 księgowa) – 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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 emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną umowę o świadczenie usług maklerskich ze spółką Enea. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać wynagrodzenie za świadczone usługi od spółek Enea, PGE.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 czerwca 2019 o godzinie 08:50. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 czerwca 2019 o godzinie 08:50.

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 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 ENEA wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	12,51	13,12	15,58
kurs z dnia rekomendacji	8,76	10,73	10,50

Rekomendacje dotyczące spółki ENERGA wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	12,21	13,26	13,54	15,27
kurs z dnia rekomendacji	8,58	10,14	9,16	8,40

Rekomendacje dotyczące spółki PGE wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-26	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	13,39	13,38	13,66	13,77	14,47	14,82
kurs z dnia rekomendacji	9,23	8,61	10,10	9,88	11,86	11,47

Rekomendacje dotyczące spółki TAURON wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	2,89	3,12	3,06	2,77
kurs z dnia rekomendacji	2,03	2,37	2,21	2,00

Rekomendacje dotyczące spółki CEZ wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05	2018-07-04
cena docelowa (CZK)	565,50	537,80	518,72	440,96
kurs z dnia rekomendacji	540,50	568,00	549,00	550,00

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@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, gaming

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