



Energetyka

Polska

Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.klischcz@dibre.com.pl

Energetyka

PGNiG i Tauron kupują aktywa Vattenfalla

PGNiG: Obecna cena: 3,98 PLN; Cena docelowa: 4,83 PLN; Rekomendacja: Akumuluj**TAURON: Obecna cena: 5,29 PLN; Cena docelowa: 9,09 PLN; Rekomendacja: Kupuj**

Dzisiejsze transakcje przejęcia aktywów Vattenfalla przez PGNiG i Tauron trudno uznać za pozytywne dla akcjonariuszy tych spółek, szczególnie w obecnym otoczeniu makro, które powinno sprzyjać „kupującym”. W obydwu przypadkach zapłacona cena wydaje się wysoka zarówno jeśli chodzi o wstępne bezwzględne wyceny przejmowanych podmiotów jak i w ujęciu relatywnym, gdzie premie do obecnych waluacji polskiego sektora energetycznego sięgają 20-30%. W przypadku PGNiG negatywny wpływ przejęcia elektrociepłowni warszawskich szacujemy na około 4% obecnej kapitalizacji, aczkolwiek zwracamy uwagę że zaprezentowany przez Zarząd outlook na tegoroczne wyniki przejętej spółki może być zbyt konserwatywny i wówczas ocena transakcji mogłaby ulec zmianie. Jeśli chodzi o Tauron to według naszej bezwzględnej wyceny spółki dystrybucyjnej Vattenfalla szacujemy, że akcjonariusze Tauronu stracili około 500 mln PLN na tej akwizycji, czyli 6%. W obydwu przypadkach nie powinno być problemu z finansowaniem transakcji kredytami bankowymi, gdyż ani PGNiG, ani Tauron nie były do tej pory zadłużone, a po akwizycjach wskaźnik dług netto/EBITDA wyniesie odpowiednio 0,8 i 1,0 dla tegorocznej prognozy EBITDA. Podsumowując, teoretyczny wpływ przeprowadzonych przejęć nie wpływa na nasze rekomendacje inwestycyjne (kupuj dla TPE i akumuluj dla PGN), a jedynie obniża potencjał wzrostowy, aczkolwiek na pewno w średnim terminie dzisiejszy komunikat odcisnie negatywne piętno na sentymencie wokół tych spółek.

PGNiG kupuje elektrociepłownie warszawskie Vattenfalla

PGNiG zdecydowało o nabyciu 99,8% udziałów w Vattenfall Heat Poland, którego głównymi aktywami są elektrociepłownie Żerań (1580 MWt i 386 MWe) i Siekierki (2078MWt i 620 MWe), elektrociepłownia w Pruszkowie (186 MWt i 9,1 MWe) oraz 2 ciepłownie o mocach 465 MWt każda. Cena nabycia wynosi 2,96 mld PLN, co po uwzględnieniu zadłużenia netto przejmowanego podmiotu implikuje wartość EV na 3,5 mld PLN. Strumień EBITDA wypracowany przez Vattenfall Heat Poland w 2010 wyniósł 431 mln PLN, a zysk netto 278 mln PLN, co implikuje odpowiednio 8,1 EV/EBITDA i 10,6 P/E. Po pierwszym półroczu 2011 wypracowane wyniki wskazywałyby na istotny wzrost r/r (312 mln PLN EBITDA i 209 mln PLN zysku netto), ale na konferencji Zarząd PGNiG poinformował, że raczej ze względu na sezonowość w całym roku 2011 wyniki będą zbliżone do 2010, a rezultatów 1H'2011 nie należy „mnożyć x 2” (w naszej opinii ten outlook jest mocno konserwatywny biorąc pod uwagę że w tym roku był dość ciepły styczeń co na pewno osłabiło wyniki elektrociepłowni, a dodatkowo VHP otrzymał podwyżkę taryfy na ciepło o 5% na 2H'2011). Pewnym usprawiedliwieniem dla zapłaty tak dużej premii w relacji do średniej dla polskiego sektora energetycznego (wg naszych kalkulacji około 20%) może być bezpieczny regulowany charakter biznesu oraz ustalony w tym roku przez URE mechanizm wzrostu taryf ciepłowniczych VHP w perspektywie najbliższych 10 lat o ponad 50% w związku z równaniem do benchmarku, ale mimo wszystko nie przekonuje nas to o słuszności transakcji, szczególnie w obecnym otoczeniu wzrostu niepewności i braku synergii oraz możliwości restrukturyzacyjnych. Finalizacja tego przejęcia (planowana na koniec roku) będzie oznaczać, że wskaźnik EV/EBITDA dla PGNiG na rok 2012 dotychczas prognozowany przez nas na 4,3 zwiększy się do 4,6 czyli pogorszy się o 7%, a negatywny wpływ przejęcia na MCap szacujemy na około 4%.

Tauron przejmuje Vattenfall Distribution i Vattenfall Sales

Tauron poinformował o przejęciu od Vattenfalla jego aktywów dystrybucyjnych (11 TWh) oraz spółki obrotu (6,8 TWh sprzedaży) i farmy wiatrowej o mocy 30 MW. Cena transakcji została ustalona na 4,6 mld PLN, ale po uwzględnieniu gotówki netto na bilansach przejmowanych podmiotów wartość EV wynosi 3,5 mld PLN. Wartość strumienia EBITDA wygenerowana w 2010 wyniosła 388 mln PLN (77% dystrybucja i 18% obrót) implikuje wskaźnik EV/EBITDA na poziomie 9,0, podczas gdy Tauron jest wyceniany obecnie za zyski za rok 2010 na 3,5 (4,22 bez KDT-ów). Oznacza to, że transakcja mocno pogorszy mnożniki koncernu i przykładowo dla 2012 roku zamiast 2,9 EV/EBITDA po transakcji będzie 3,5 EV/EBITDA. Zwracamy uwagę, że WRA dla przejętych aktywów dystrybucyjnych wynosi 3 mld PLN, co po uwzględnieniu nadal niepełnego zwrotu z aktywów regulowanych (EBIT segmentu w 2010 roku wyniósł około 170 mln PLN, a modelowy docelowy poziom to 300 mln PLN) oznacza że zapłacona cena powinna uwzględniać około 15% dyskonto do WRA. Jeśli do takiej kwoty dodamy wartość pozostałych segmentów po rynkowym wskaźniku EV/EBITDA na poziomie 5 to implikowana fair value transakcji (EV) powinna wynieść 3 mld PLN. Utrata wartości dla akcjonariuszy może być w tym kontekście szacowana na około 500 mln PLN, co daje około 30 groszy na akcję (6%) i o tyle po finalizacji transakcji będziemy musieli obniżyć naszą cenę docelową. Oczywiście przy aktualnym kursie rynkowym nie zmienia to naszej pozytywnej rekomendacji inwestycyjnej, ale na pewno ta transakcja pogorszy i tak słaby sentyment do Spółki.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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 księgowa

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 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

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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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 Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclín Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.