

czwartek, 24 października 2019 | aktualizacja raportu

PGE: kupuj (podtrzymana)

PGE PW; PGE.WA | Energetyka, Polska

Zmiana profilu FCF nie do zignorowania

Kurs PGE nadal nie może się podnieść po mocnej przecenie z pierwszego półrocza mimo, że główne czynniki obciążające notowania albo zostały zneutralizowane (rekompensaty za zamrożenie cen energii pokryły straty w obrocie) albo okazały się znacznie mniej groźne (wyhamowanie wzrostów na CO₂, CDS-y wciąż na wysokich poziomach). Tymczasem Spółka powinna w drugim półroczu odzyskać pozytywne momentum wyników, co uwiarygodni już raport za 3Q (EBITDA +16% r/r). Przypomni to o wzrostowej perspektywie zysków w kolejnych latach (wzrost wolumentów i rynek mocy zapewnią wzrost skor. EBITDA o 2 mld PLN). Dodatkowo po 4 latach intensywnych inwestycji (wzrost długu netto o 10 mld PLN), przy nadal mocnym bilansie, koncern wchodzi teraz w okres wysokich dodatnich przepływów pieniężnych, nawet uwzględniając ogłoszone już nowe duże projekty OZE. Warto też zwrócić uwagę, że mocno na korzyść zmieni się struktura capex Grupy (w latach 2020-26 OZE, gaz i dystrybucja będą stanowić 60% nakładów vs 30% w 2015-19). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj, obniżając jednocześnie cenę docelową o 8% do 12,20 PLN z uwagi na nieco bardziej konserwatywne założenia cen energii oraz WACC w dystrybucji od 2021 roku.

Poprawa momentum wyników

Po 3 z rzędu kwartałach ujemnych dynamik r/r, PGE powinno wrócić do wzrostów EBITDA począwszy od 3Q'19 (+16%). Głównymi źródłami tej zmiany będą: kontrybucja Opola II, rozpoznanie wsparcia dla kogeneracji, efekt zawyżonej bazy kosztów CO₂ w 2H'18 oraz odwrócenie księgowych strat na wycenie instrumentów finansowych z 1H'19 i poprawa marż na detalu po zamieszczeniu w pierwszym półroczu. Uważamy też, że rynek przecenia negatywny wpływ widocznej od początku roku regulacyjnej redukcji bloków na w. brunatny, która w dużym stopniu jest kompensowana mechanizmem odkupu niewyprodukowanej energii po kosztach wytworzenia. Pozytywny odczyt w 3Q rozpocznie naszym zdaniem serię 10 kwartałów dodatnich dynamik skor. EBITDA, co będzie pochodną: kontrybucji nowych bloków w Opolu i Turowie, przychodów mocowych, poprawy rentowności w ciepłe oraz rozbudowy aktywów OZE (łącznie +2 mld PLN w 2 lata).

Mocne FCF na horyzoncie, nawet przy nowych projektach

Po 4 latach ujemnych przepływów i wzrostu długu, PGE powinno zacząć generować dodatni FCF. Będzie to pochodną zarówno wzrostu wyników operacyjnych, jak i niższych nakładów inwestycyjnych. Nawet po uwzględnieniu przez nas nowych dużych projektów będących obecnie we wstępnej fazie rozwoju (offshore, farmy PV, CCGT) średnioroczny CAPEX w okresie 2020-23 sięgnie 6,2 mld PLN vs 7,3 mld PLN w latach 2015-19. Poprawa profilu FCF uwalnia w naszej opinii potencjał do wypłaty dywidend bez ryzyka dalszego lewarowania bilansu. Przy naszych założeniach wypłaty rzędu 0,4 PLN/akcję (4% DYield) w latach 2020-22 i 0,7 PLN/akcję średniorocznie w okresie 2023-26 (8% DYield). Wskaźnik długu netto do EBITDA z uwzględnieniem leasingu nie powinien przekroczyć 1,6x. Potencjał dodatkowego finansowania do bezpiecznego poziomu kowenantów 2,5x EBITDA wynosiłby w tym okresie około co najmniej 8 mld PLN.

| (mIn PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody | 23 100,0 | 25 946,0 | 38 244,9 | 43 173,8 | 42 060,2 |
| EBITDA | 7 650,0 | 6 364,0 | 8 083,1 | 7 437,6 | 9 023,6 |
| marża EBITDA | 33,1% | 24,5% | 21,1% | 17,2% | 21,5% |
| EBIT | 3 552,0 | 2 471,0 | 4 035,7 | 3 148,1 | 4 554,5 |
| Zysk netto | 2 600,0 | 1 473,0 | 2 792,2 | 2 160,5 | 3 281,9 |
| P/E | 6,1 | 10,7 | 5,6 | 7,3 | 4,8 |
| P/CE | 2,4 | 2,9 | 2,3 | 2,4 | 2,0 |
| P/BV | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| EV/EBITDA | 3,2 | 4,1 | 3,4 | 3,8 | 3,0 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,37 | 0,29 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 4,4% | 3,4% |

| | |
|-------------------------------|--------------|
| Cena bieżąca | 8,42 PLN |
| Cena docelowa | 12,20 PLN |
| Kapitalizacja | 15,7 mld PLN |
| Free float | 6,7 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 26,5 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 18 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 (42 TWh).

Kurs akcji PGE na tle WIG



| Spółka | Cena docelowa | | Rekomendacja | |
|--------|---------------|-------|--------------|-------|
| | nowa | stara | nowa | stara |
| PGE | 12,20 | 13,26 | kupuj | kupuj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|--------|--------------|---------------|------------------|
| PGE | 8,42 | 12,20 | +44,9% |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2019P | 2020P | 2021P |
|--------------------------------------|-------|--------|--------|
| EBITDA | -1,0% | -6,1% | -4,7% |
| Zysk netto | -8,6% | -20,6% | -16,4% |
| Energia (EUR/MWh) | +0,0% | -2,1% | -2,4% |
| Węgiel (PLN/t) | -3,0% | -3,8% | -2,4% |
| CO ₂ (EUR/t) | +2,9% | +0,0% | +0,0% |

Analitik:

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

Zmiany założeń makro

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze założenia dla **cen energii na najbliższe lata (-6 PLN/MWh dla okresu 2020-22)**, uwzględniając dotychczasowe średnie ceny na TGE w kontrakcie rocznym. Ceny przyjęte dla kontraktacji w roku 2020 odpowiadają średnioważonej wolumenem cenie na instrumencie Y20 (267 PLN/MWh przy wolumenie 111 TWh vs 105 TWh zanotowana na analogicznym kontrakcie rok wcześniej o tej porze). Jednocześnie **obniżamy o około 3% średnie ceny węgla energetycznego** dla tego okresu, odzwierciedlając bieżące wskazania indeksu PSCMI ARP oraz notowania ARA. W efekcie obniżamy prognozy modelowych marż dla elektrowni węglowych średnio o 7%, zgodnie z poniższą tabelą.

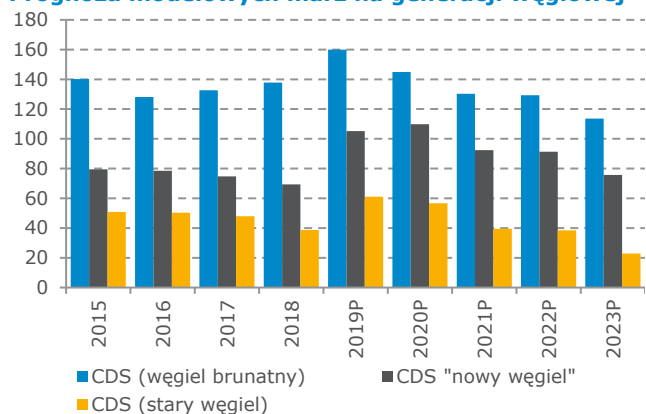
Zmiany prognoz cen energii i CDS-ów

| (PLN/MWh) | 2020P | | | 2021P | | |
|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | nowa | stara | zmiana | nowa | stara | zmiana |
| cena energii | 267,0 | 272,7 | -2,1% | 249,0 | 255,0 | -2,4% |
| „stary węgiel” | 56,7 | 61,1 | -7,2% | 39,5 | 44,0 | -10,3% |
| „nowy węgiel” | 109,8 | 114,4 | -4,0% | 92,4 | 97,2 | -5,0% |
| w. brunatny | 144,9 | 154,3 | -6,1% | 130,3 | 137,7 | -5,4% |

Źródło: Dom Maklerski mBanku

W długim terminie również przyjmujemy nieco **bardziej konserwatywne założenia dla marż na generacji konwencjonalnej** (CDS-y średnio niższe o 3%), obniżając docelową premię cen hurtowych na rynku polskim względem niemieckiego do 5% wobec obecnych 27%. Widoczne na poniższym wykresie mocniejsze spadki marż w 2021 roku i 2023 roku to pochodna odpowiednio: spadku cen po wprowadzeniu płatności mocowych i zmiany w merit order po planowanym uruchomieniu bloku 900 MW w Elektrowni Ostrołęka.

Prognoza modelowych marż na generacji węglowej



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Aktualizacja prognoz

Uwzględniając zmiany założeń makro oraz realizację parametrów operacyjnych YTD **korygujemy w dół nasze prognozy EBITDA**, głównie w latach 2020-21 średnio o 5%. Główne przyczyny zmiany szacunków w poszczególnych segmentach:

- **wytwarzanie:** obniżone prognozy cen energii i niższe wolumeny produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny (w tym roku efekt wolumenowy zneutralizowany przez wyższy wpływ netto zdarzeń jednorazowych).
- **OZE:** dodatkowe wolumeny z uruchamianych farm wiatrowych w 2020 roku oraz pierwszych farm fotowoltaicznych w roku 2021, częściowo zneutralizowane przez obniżki cen energii.

- **dystrybucja:** lekkie negatywne zaskoczenie wykonaniem w roku 2019 i obniżony WACC aplikowany do taryfy w roku 2021 (efekt spadku rentowności obligacji skarbowych).
- **sprzedaż:** w roku 2019 uwzględniony efekt rekompensat z tytułu zamrożenia cen energii, aczkolwiek jest on kompensowany na pozycji wyłączeń konsolidacyjnych.

Jeśli chodzi o odchylenie na wyniku netto to jest ono dodatkowo wzmocnione przez zakładaną wyższą amortyzację, wyższe koszty finansowe i mniejszą kontrybucję jednostek konsolidowanych metodą praw własności.

Zmiany prognoz EBITDA i zysku netto dla PGE na lata 2019-21

| (%) | 2019P | 2020P | 2021P |
|------------------------|---------|--------|--------|
| EBITDA | -1,0% | -6,1% | -4,7% |
| Wytwarzanie | -3,9% | -10,9% | -5,9% |
| OZE | +0,7% | +3,1% | +4,4% |
| Dystrybucja | -1,5% | -1,6% | -5,5% |
| Sprzedaż | +120,7% | +0,0% | +0,0% |
| Koszty finansowe netto | +32,4% | +16,9% | +30,1% |
| Zysk netto | -8,6% | -20,6% | -16,4% |

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Poprawa momentum wyników PGE w 2H'19

W ostatnich 4 kwartałach PGE notowało ujemne dynamiki r/r, co dodatkowo osłabiało i tak negatywny sentyment wokół Spółki i sektora. Do tych tendencji przyczyniły się m.in. presja na koszty wynagrodzeń (+200 mln PLN w 1H'19), wyższe koszty CO₂ (w tym efekt metody księgowania w 2018), niższa produkcja w elektrowniach na węgiel brunatny, likwidacja systemu żółtych certyfikatów dla kogeneracji, słaby sezon grzewczy 2018/19, wyższe koszty bilansowania w dystrybucji czy spadek marż w obrocie (nietrafiona kontraktacja i zamieszanie związane z zamrożeniem cen). W naszej opinii **ten trend powinien zostać trwale odwrócony już w 3Q'19**, w którym prognozujemy wzrost oczyszczonego strumienia EBITDA o 16% r/r. Będzie to możliwe głównie dzięki:

- **podwyższonej bazie odniesienia dla kosztów CO₂** z 2H'18 (w 2018 najpierw rozliczano darmowe i najtańsze uprawnienia, co obciążało wyniki drugiego półrocza - w tym roku koszty certyfikatów są rozliczane po średniej cenie nabycia dla całego roku)
- **kontrybucji nowych bloków w Opolu** oddanych do eksploatacji odpowiednio w maju i wrześniu - Zarząd na konferencji za 2Q poinformował, że gotówkowa kontrybucja tych jednostek od początku roku przy produkcji 1,8 TWh sięgnęła około 140 mln PLN (więcej niż połowa z tego obniżyła capex okresu), co uwiarygadnia nasze prognozy o całorocznym wyniku w 2020 na poziomie 1 mld PLN EBITDA
- **odwróceniu negatywnego wyniku na wycenie pozycji zabezpieczających** (spread spot-forward docelowo zejdzie do zera) - z tego tytułu w 1H'19 zaksięgowano na wyłączeniach konsolidacyjnych około -250 mln PLN
- **rozpoznananiu** z opóźnieniem całorocznego **wpływu nowego systemu wsparcia kogeneracji** (po publikacji odpowiednich rozporządzeń ME (około 50-75 mln PLN)
- **wyższej marży modelowej w elektrociepłowniach gazowych** z uwagi na znacznie niższe ceny gazu r/r

Tendencje na wyniku skorygowanym EBITDA w ujęciu r/r – PGE na tle sektora

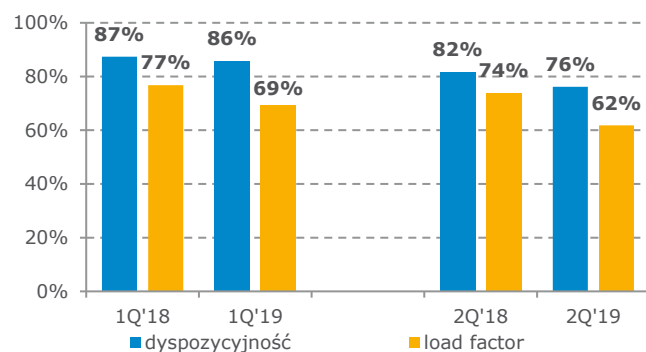
| zmiana r/r | 2017 | | | | 2018 | | | | 2019 | | |
|------------|------|----|----|----|------|----|----|----|------|----|----|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q |
| CEZ | - | - | - | - | - | - | + | = | + | + | + |
| Enea | + | + | = | - | = | - | = | - | + | + | + |
| Energa | - | + | + | - | + | + | - | - | - | = | + |
| PGE | + | + | = | - | + | + | = | - | - | - | + |
| Tauron | + | + | = | - | = | - | - | - | + | - | = |

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Produkcja w elektrowniach na węgiel brunatny

W pierwszym półroczu produkcja z elektrowni na węgiel brunatny spadła w PGE o 12% (-2,2 TWh r/r), co częściowo wynikało z definitywnego wycofania z eksploatacji bloku nr 1 w Bełchatowie i bardziej intensywnych przestoju remontowych (spadek dyspozycyjności z 85% do 81%), a częściowo z systemowego redukowania generacji w tych jednostkach przez PSE w otoczeniu spadku popytu i uruchamiania nowych mocy. Ten drugi czynnik był dla nas zaskoczeniem, gdyż decyzje operatora nie wynikały ze zmian w stosie cenowym (bloki te nadal charakteryzują się niższym kosztem zmiennym od bloków na węgiel kamienny), ale z chęci utrzymania na minimum technicznym bloków węglowych znajdujących się dalej w merit order (kryterium bezpieczeństwa systemu). Według naszych szacunków, opartych na porównaniu wskaźnika load factor/dyspozycyjność w ujęciu r/r, PGE straciło na tych decyzjach operatora około 1,8 TWh produkcji. Oczywiście nie oznacza to proporcjonalnego ubytku EBITDA, gdyż w ramach redukcji wymuszonej przez PSE, Spółka miała prawo do odkupu energii z rynku bilansującego z dyskontem do średnich kosztów produkcji w redukowanych jednostkach. Ten mechanizm w przypadku elektrowni na węgiel brunatny nie kompensuje jednak całości utraconej marży, gdyż pracują one w dużym stopniu na kosztach stałych i każdy dodatkowy wolumen jest realizowany przy wyższej rentowności.

Dyspozycyjność i load factor w elektrowniach na węgiel brunatny w PGE



Źródło: PGE, Dom Maklerski mBanku

Szacujemy, że w 1H'19 to zjawisko kosztowało PGE utratę około 60 mln PLN marży i podobnego wpływu należy się spodziewać w drugim półroczu. Jest to pochodną utrzymujących się słabych odczytów popytowych widocznych również w 3Q i wysokiego importu netto. W przyszłym roku to zjawisko powinno tracić na sile wraz z powrotem korelacji konsumpcji energii z odczytami PKB (normalizacja warunków pogodowych) i brakiem potencjału do dalszego zwiększania importu energii. Dodatkowo w przypadku PGE zakładamy wyższą dyspozycyjność jednostek w Bełchatowie i Turowie, co wynika z

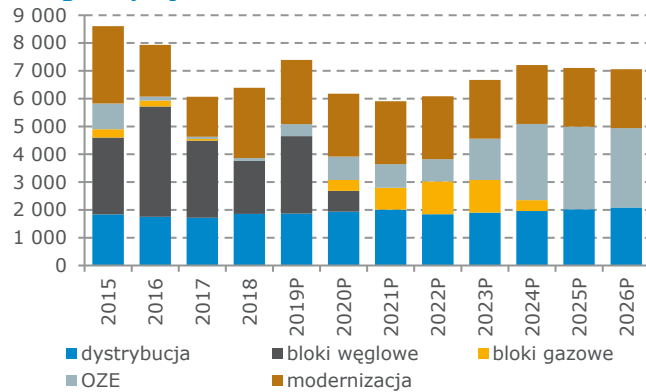
opublikowanych planów remontowych. W skali roku szacujemy, że z tego tytułu dyspozycyjność tych elektrowni zwiększy się o ponad 3 punkty procentowe. W efekcie wolumeny wytwarzania z węgla brunatnego wzrosną w 2020 roku powyżej 36 TWh, wobec niecałych 34 TWh prognozowanych na ten rok i prawie 39 TWh zanotowanych w roku 2018.

Nowe projekty w prognozach capex

W naszym modelu zdecydowaliśmy się na uwzględnienie kilku flagowych projektów inwestycyjnych, które obecnie znajdują się w początkowej fazie rozwoju. Wiele kluczowych parametrów tych inwestycji nie jest jeszcze znanych (terminy, capex, regulacje), ale w naszych szacunkach oparliśmy się na benchmarkach europejskich oraz dotychczasowych deklaracjach Spółki. Takie podejście pozwala na zobrazowanie profilu FCF w kolejnych latach już po zakończeniu obecnie prowadzonych projektów. Poniżej prezentujemy krótkie podsumowanie tych nowych inwestycji:

- **projekt offshore** – uwzględniamy budowę pierwszej farmy na Bałtyku o mocy 1045 MW z partnerem z udziałem 50% w projekcie (druga farma o mocy 1,5 GW ma być gotowa już po okresie naszej prognozy DCF w roku 2030). Nakłady wraz z przyłączeniem do sieci szacujemy na 13,7 mld PLN (benchmark europejski na poziomie 2,5 mln EUR/MW powiększony o 2,5 mld PLN na przyłącznie), z czego na PGE przypadnie połowa (pierwsze wydatki rzędu 0,7 mld PLN w roku 2023). Uruchomienie pierwszych wiatraków zakładamy w 2025 roku, a ukończenie całego projektu z początkiem 2026 roku. Load factor dla tej farmy przyjmujemy na poziomie 46,5%, a przychody jednostkowe wynikające z potencjalnego kontraktu różnicowego przyjmujemy na poziomie 360 PLN/MWh, które według naszych wyliczeń gwarantują neutralne NPV tego projektu przy zakładanym koszcie kapitału PGE.
- **projekt rozwoju PV** – PGE zapowiedziało szeroki program budowy źródeł fotowoltaicznych zarówno w ramach aukcji organizowanych przez ME (30 projektów przygotowanych do aukcji w 2020) jak i projektów prowadzonych wspólnie z partnerami przemysłowymi (KGHM, PKP, Grupa Azoty). W 2025 PGE chce mieć w tej technologii 1,3 GW mocy zainstalowanej, a w 2030 roku 2,55 GW kosztem 6-8 mld PLN. W naszym modelu uwzględniliśmy te plany z docelowym poziomem 2 GW w roku 2028 przy capex rzędu 5,6 mld PLN (rynkowy benchmark 2,8 mln PLN/MW). Pierwsze farmy PV uwzględniamy już w 2021 roku (250 MW), a początek wydatków na 2020 rok (0,5 mld PLN). Load factor przyjmujemy na poziomie 12%, a jednostkowy przychód zapewniony przez aukcje na 330 PLN/MWh (przy tych założeniach neutralne NPV dla takich projektów przy obecnie aplikowanym WACC).
- **bloki gazowe w ZEDO** – PGE pracuje obecnie nad projektem budowy 2 bloków CCGT na terenie ZEDO o mocach 700 MW każdy. Bloki mają wystartować w tegorocznej aukcji mocy i pracować w systemie począwszy od roku 2024. Łączne nakłady inwestycyjne szacujemy na 3,9 mld PLN, a roczna EBITDA powinna sięgnąć 0,5 mld PLN (kontrakt mocy na 240 tys. PLN/MW/rok, load factor 50%, sprawność 55%), co gwarantuje neutralne NPV tego projektu (oczywiście wiele tu zależy od cen gazu i energii- w naszym modelu ceny gazu rosną w kolejnych latach w stosunku do rekordowo niskich poziomów tegorocznych).

CAPEX PGE (bez akwizycji) w podziale na główne kategorie projektów



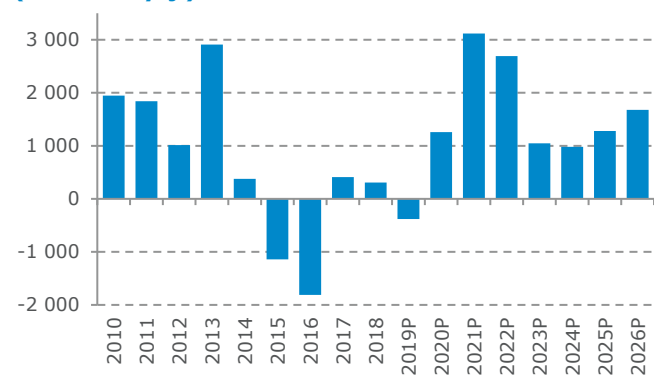
Źródło: PGE, Dom Maklerski mBanku

Warto zwrócić uwagę na fakt, że **realizacja wspomnianych projektów istotnie zmieni strukturę capex** PGE w kolejnych latach. W okresie 2020-23 udział dystrybucji i OZE będzie wynosił średnio 47%, a w latach 2024-26 prawie 70%. Taka perspektywa powinna być znacznie lepiej postrzegana przez rynek w kontekście ogromnej dominacji węgla w ostatnich 4 latach (41% tylko nowe bloki, nie licząc modernizacji, nakładów w kopalniach odkrywkowych i akwizycji EDF).

Mocne CF w najbliższych latach

W ciągu ostatnich 4 lat, **PGE pomimo zawieszenia dywidend, zwiększyło dług netto o ponad 10 mld PLN** (po korekcie o efekt MSSF16), zarówno z uwagi na intensywny program inwestycji organicznych, jak i akwizycję aktywów EDF. Ta **tendencja powinna zostać jednak zatrzymana**, co będzie pochodną niższych nakładów inwestycyjnych (po uwzględnieniu omówionych wcześniej dodatkowych projektów średnioroczny CAPEX w okresie 2020-23 sięgnie 6,2 mld PLN vs 7,3 mld PLN w latach 2015-19) oraz rosnącego strumienia EBITDA (oddanie nowych mocy, płatności z rynku mocy). Zwracamy uwagę, że choć w drugim półroczu tego roku skoncentruje się spora część płatności za bloki w Opolu i Turowie, to jednocześnie oczekujemy znacznie mocniejszych przepływów z działalności operacyjnej (wpływy rekompensat za zamrożenie cen energii, sezonowość na kapitale obrotowym, wpływy ze sprzedaży darmowych uprawnień CO₂ wycenionych na rachunku wyników w 2Q'19).

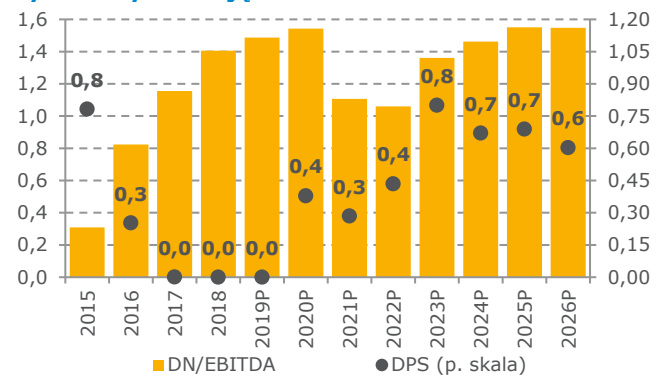
EBITDA oczyszczona pomniejszona o Capex (bez akwizycji) w mln PLN



Źródło: PGE, Dom Maklerski mBanku

Poprawa profilu FCF uwalnia w naszej opinii potencjał do wypłaty dywidend bez ryzyka dalszego lewarowania bilansu. Przy naszych założeniach wypłaty rzędu 0,4 PLN/akcję (4% DYield) w latach 2020-22 i 0,7 PLN/akcję średniorocznie w okresie 2023-26 (8% DYield), wskaźnik długu netto do EBITDA z uwzględnieniem leasingu nie powinien przekroczyć 1,6x. W takim scenariuszu potencjał dodatkowego finansowania do bezpiecznego poziomu kowenantów kredytowych 2,5x EBITDA wynosiłby w tym okresie około co najmniej 8 mld PLN.

Wskaźnik dług netto/EBITDA* na tle prognozowanej dywidendy na akcję



*dług netto uwzględnia leasing zgodnie z MSSF16

Źródło: PGE, Dom Maklerski mBanku

Wycena

Wartość PGE szacujemy na podstawie modelu DCF. Wycenę porównawczą prezentujemy tylko informacyjnie (nie bierzemy jej pod uwagę z uwagi na specyficzne ryzyka polityczne w polskim sektorze energetycznym uniemożliwiające bezpośrednie porównanie spółek z zagranicznymi konkurentami). Cenę docelową akcji PGE szacujemy w perspektywie 9 m-cy na poziomie 12,20 PLN.

| (PLN) | waga | cena |
|--------------------|--------------------------------|--------------|
| Wycena porównawcza | 0% | 16,39 |
| Wycena DCF | 100% | 11,44 |
| | cena wynikowa | 11,44 |
| | cena docelowa za 9 m-cy | 12,20 |

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec września 2019 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy kapitały mniejszości oraz dług netto na koniec 2018 roku. Uwzględniamy efekt MSSF16 (leasing na 0,88 mld PLN).
- W modelu uwzględniamy przedstawione poniżej założenia makroekonomiczne oraz plany inwestycyjne Spółki.
- Po roku 2028 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%, a współczynnik beta utrzymujemy na poziomie 1,1.

Dodatkowe założenia

| | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cena energii w EEX EUR/MWh | 44,2 | 48,8 | 48,7 | 51,4 | 51,4 | 51,4 | 51,4 | 51,4 | 51,4 | 51,4 | 51,4 |
| Cena energii w Polsce w PLN/MWh | 166,7 | 239,3 | 267,0 | 249,0 | 248,0 | 232,3 | 232,3 | 232,3 | 232,3 | 232,3 | 232,3 |
| Cena certyfikatu CO ₂ w EUR/t | 16,2 | 24,7 | 24,0 | 24,0 | 24,0 | 24,0 | 24,0 | 24,0 | 24,0 | 24,0 | 24,0 |
| Cena węgla energetycznego w PLN/t | 239,1 | 258,0 | 250,0 | 254,6 | 254,6 | 254,6 | 254,6 | 254,6 | 254,6 | 254,6 | 254,6 |
| PLN/USD średniorocznie | 3,6 | 3,8 | 3,7 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |
| EUR/PLN średniorocznie | 4,26 | 4,30 | 4,30 | 4,30 | 4,30 | 4,30 | 4,30 | 4,30 | 4,30 | 4,30 | 4,30 |
| Produkcja energii PGE (TWh) | 65,9 | 60,8 | 73,1 | 74,8 | 76,5 | 76,5 | 76,5 | 77,2 | 78,6 | 78,6 | 78,6 |
| węgiel brunatny | 38,9 | 33,7 | 36,6 | 40,6 | 42,3 | 42,3 | 42,3 | 42,3 | 42,3 | 42,3 | 42,3 |
| węgiel kamienny | 20,9 | 20,8 | 30,0 | 27,7 | 27,7 | 27,7 | 27,7 | 27,7 | 27,7 | 27,7 | 27,7 |
| gaz ziemny | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 |
| woda | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| biomasa | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| wiatr | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 2,1 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |

Model DCF

| (mln PLN) | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2028+ |
|--|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 38 245 | 43 174 | 42 060 | 42 487 | 41 054 | 42 556 | 43 012 | 43 639 | 43 860 | 44 309 | 44 309 |
| zmiana | 47,4% | 12,9% | -2,6% | 1,0% | -3,4% | 3,7% | 1,1% | 1,5% | 0,5% | 1,0% | 0,0% |
| EBITDA | 8 083,1 | 7 437,6 | 9 023,6 | 8 777,5 | 7 721,1 | 8 186,6 | 8 410,1 | 8 759,9 | 8 877,0 | 9 026,0 | 9 026,0 |
| marża EBITDA | 21,1% | 17,2% | 21,5% | 20,7% | 18,8% | 19,2% | 19,6% | 20,1% | 20,2% | 20,4% | 20,4% |
| Amortyzacja | 4 047,4 | 4 289,5 | 4 469,1 | 4 571,3 | 4 622,9 | 4 974,5 | 5 468,4 | 5 867,5 | 6 208,2 | 6 474,8 | 5 073,4 |
| EBIT | 4 035,7 | 3 148,1 | 4 554,5 | 4 206,2 | 3 098,2 | 3 212,1 | 2 941,8 | 2 892,4 | 2 668,8 | 2 551,2 | 3 952,6 |
| marża EBIT | 10,6% | 7,3% | 10,8% | 9,9% | 7,5% | 7,5% | 6,8% | 6,6% | 6,1% | 5,8% | 8,9% |
| Opodatkowanie EBIT | 766,8 | 598,1 | 865,4 | 799,2 | 588,7 | 610,3 | 558,9 | 549,6 | 507,1 | 484,7 | 751,0 |
| NOPLAT | 3 268,9 | 2 549,9 | 3 689,2 | 3 407,0 | 2 509,5 | 2 601,8 | 2 382,8 | 2 342,9 | 2 161,8 | 2 066,4 | 3 201,6 |
| CAPEX | -7 396 | -6 178 | -5 906 | -6 086 | -6 675 | -7 207 | -7 107 | -7 059 | -5 073 | -4 652 | -5 073 |
| Kapitał obrotowy | 318,2 | -640,8 | 144,8 | -55,4 | 186,3 | -195,3 | -59,3 | -81,6 | -28,7 | -58,4 | -58,4 |
| Inwestycje kapitałowe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF | 238,9 | 20,4 | 2 396,9 | 1 837,0 | 643,6 | 174,2 | 685,2 | 1 070,0 | 3 267,9 | 3 830,6 | 3 143,2 |
| WACC | 8,0% | 7,9% | 8,1% | 8,2% | 8,1% | 8,0% | 7,9% | 7,8% | 8,0% | 8,2% | 8,5% |
| współczynnik dyskonta | 98,1% | 90,9% | 84,1% | 77,8% | 72,0% | 66,7% | 61,8% | 57,3% | 53,1% | 49,0% | 49,0% |
| PV FCF | 234,3 | 18,5 | 2 016,6 | 1 428,6 | 463,1 | 116,1 | 423,4 | 613,1 | 1 734,0 | 1 878,1 | |
| WACC | 8,0% | 7,9% | 8,1% | 8,2% | 8,1% | 8,0% | 7,9% | 7,8% | 8,0% | 8,2% | 8,5% |
| Koszt długu | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% |
| Stopa wolna od ryzyka | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% |
| 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 | 19,4% | 20,9% | 17,1% | 15,2% | 17,2% | 19,6% | 21,2% | 21,8% | 18,7% | 14,4% | 10,0% |
| Koszt kapitału własnego | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% |
| 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 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Wzrost FCF po okresie prognozy | | | 2,0% | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna (TV) | | | 48 623 | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) | | | 23 839 | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy | | | 8 926 | | | | | | | | |
| Wartość firmy (EV) | | | 32 765 | | | | | | | | |
| Dług netto 2018 + leasing MSSF16 | | | 10 299 | | | | | | | | |
| Udziałowcy mniejszościowi | | | 1 074 | | | | | | | | |
| Potencjalny podatek od konwersji kapitałów | | | 0 | | | | | | | | |
| Zobowiązania z tytułu KDT | | | 0 | | | | | | | | |
| Ostateczna wartość PGE | | | 21 392 | | | | | | | | |
| Liczba akcji (mln) | | | 1 870 | | | | | | | | |
| Wartość firmy na akcję (PLN) | | | 11,4 | | | | | | | | |
| 9-miesięczny koszt kapitału własnego | | | 6,7% | | | | | | | | |
| Cena docelowa (PLN) | | | 12,2 | | | | | | | | |
| EV/EBITDA('19) dla ceny docelowej | | | 4,2 | | | | | | | | |
| P/E('19) dla ceny docelowej | | | 8,2 | | | | | | | | |
| Udział TV w EV | | | 73% | | | | | | | | |

Analiza wrażliwości

| | Wzrost FCF w nieskończoności | | | | |
|----------------|------------------------------|------|-------------|------|------|
| | 0,0% | 1,0% | 2,0% | 3,0% | 4,0% |
| WACC +1,0 p.p. | 7,9 | 9,0 | 10,4 | 12,2 | 14,7 |
| WACC +0,5 p.p. | 8,4 | 9,6 | 11,2 | 13,3 | 16,3 |
| WACC | 9,0 | 10,4 | 12,2 | 14,7 | 18,3 |
| WACC -0,5 p.p. | 9,6 | 11,2 | 13,3 | 16,3 | 20,8 |
| WACC -1,0 p.p. | 10,4 | 12,2 | 14,7 | 18,3 | 24,0 |

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA z horyzontem wyceny 2019-21. Dodatkowo uzupełniamy ją o wskaźnik średniej stopy dywidendy za lata 2019-21. W ramach grupy porównawczej umieściliśmy zarówno zintegrowane pionowo spółki energetyczne, jak i te koncentrujące swoją działalność przede wszystkim na regulowanej dystrybucji. W zestawieniu znajdują się

podmioty zagraniczne oraz krajowe, o dużym stopniu zróżnicowania, jeśli chodzi o źródła wytwórcze (paliwa, poziom emisji, wiek mocy zainstalowanej), jak i udział poszczególnych obszarów aktywności w skonsolidowanych wynikach. W ostatecznej wycenie przyjęliśmy jednakowe wagi dla mnożników i poszczególnych lat prognozy.

Analiza porównawcza

| | Cena | P/E | | | | EV/EBITDA | | | | DYield 2019-21 |
|--------------------------------------|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------------|
| | | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | |
| EDF | 9,16 | 12,8 | 13,4 | 11,2 | 10,8 | 4,7 | 5,0 | 4,6 | 4,6 | 4,0% |
| EDP | 3,60 | 16,9 | 16,4 | 15,1 | 13,9 | 9,3 | 8,9 | 8,3 | 8,0 | 5,4% |
| ENDESA | 23,80 | 17,4 | 16,5 | 16,3 | 15,9 | 8,8 | 8,7 | 8,7 | 8,7 | 5,8% |
| ENEL | 6,75 | 16,8 | 14,3 | 13,1 | 12,4 | 7,7 | 7,3 | 7,0 | 6,7 | 5,3% |
| EON | 8,94 | 13,5 | 13,4 | 14,4 | 13,1 | 8,6 | 9,2 | 8,5 | 8,4 | 5,3% |
| INNOGY | 44,80 | 23,5 | 29,7 | 27,3 | 23,4 | 10,3 | 11,2 | 11,1 | 10,6 | 2,9% |
| RWE | 27,84 | 27,0 | 23,8 | 15,8 | 11,8 | 17,8 | 10,8 | 6,0 | 5,1 | 3,4% |
| CEZ | 520,00 | 27,1 | 15,5 | 13,5 | 13,6 | 8,8 | 7,4 | 6,8 | 6,7 | 5,7% |
| ENEA | 8,44 | 5,4 | 3,1 | 2,9 | 2,4 | 4,4 | 3,2 | 3,0 | 2,7 | 1,1% |
| ENERGA | 6,17 | 3,5 | 3,5 | 3,9 | 3,9 | 3,8 | 3,6 | 4,0 | 4,2 | 0,0% |
| TAURON | 1,72 | 14,6 | 2,7 | 2,6 | 2,2 | 3,9 | 4,1 | 3,7 | 3,3 | 0,0% |
| Maksimum | | 27,1 | 29,7 | 27,3 | 23,4 | 17,8 | 11,2 | 11,1 | 10,6 | 5,8% |
| Minimum | | 3,5 | 2,7 | 2,6 | 2,2 | 3,8 | 3,2 | 3,0 | 2,7 | 0,0% |
| Mediana | | 16,8 | 14,3 | 13,5 | 12,4 | 8,6 | 7,4 | 6,8 | 6,7 | 4,0% |
| PGE | 8,42 | 10,7 | 5,6 | 7,3 | 4,8 | 4,1 | 3,4 | 3,8 | 3,0 | 2,6% |
| (premia / dyskonto) do mediany | | -25,4% | -58,2% | -41,2% | -44,5% | -52,3% | -54,1% | -44,1% | -55,4% | -34,7% |
| Implikowana wycena | | | | | | | | | | |
| Mediana | | 16,8 | 14,3 | 13,5 | 12,4 | 8,6 | 7,4 | 6,8 | 6,7 | 4,0% |
| Waga wskaźnika | | | | 33,3% | | | | 33,3% | | 33,3% |
| Waga roku | | 0,0% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 0,0% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | |
| Implikowana wartość PGE (PLN) | | 16,4 | | | | | | | | |

Rachunek wyników

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Przychody ze sprzedaży | 28 092,0 | 23 100,0 | 25 946,0 | 38 244,9 | 43 173,8 | 42 060,2 | 42 486,7 |
| zmiana | -1,6% | -17,8% | 12,3% | 47,4% | 12,9% | -2,6% | 1,0% |
| w tym KDT | 520,0 | 1 215,0 | -120,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA, w tym | 7 376,0 | 7 650,0 | 6 364,0 | 8 083,1 | 7 437,6 | 9 023,6 | 8 777,5 |
| Wydobycie i wytwarzanie | 4 182,0 | 4 099,0 | 2 938,0 | 4 693,6 | 3 820,1 | 5 357,0 | 5 038,9 |
| Energetyka odnawialna | 365,0 | 364,0 | 463,0 | 546,4 | 626,1 | 708,7 | 719,5 |
| Dystrybucja energii | 2 230,0 | 2 333,0 | 2 463,0 | 2 406,3 | 2 399,5 | 2 364,8 | 2 424,6 |
| Sprzedaż | 500,0 | 811,0 | 263,0 | 673,0 | 598,2 | 599,5 | 600,7 |
| Pozostałe i korekty kons. | 99,0 | 43,0 | 237,0 | -236,3 | -6,3 | -6,3 | -6,3 |
| EBIT | 3 512,0 | 3 552,0 | 2 471,0 | 4 035,7 | 3 148,1 | 4 554,5 | 4 206,2 |
| zmiana | -197,9% | 1,1% | -30,4% | 63,3% | -22,0% | 44,7% | -7,6% |
| marża EBIT | 12,5% | 15,4% | 9,5% | 10,6% | 7,3% | 10,8% | 9,9% |
| Wynik na działalności finansowej | -193,0 | -370,0 | -350,0 | -443,1 | -429,3 | -451,2 | -418,4 |
| Wynik zdarzeń nadzwyczajnych | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe | -45,0 | 40,0 | 46,0 | 46,0 | 46,0 | 46,0 | 46,0 |
| Zysk brutto | 3 274,0 | 3 222,0 | 2 167,0 | 3 638,6 | 2 764,8 | 4 149,3 | 3 833,9 |
| Podatek dochodowy | 708,0 | 617,0 | 681,0 | 731,3 | 525,3 | 788,4 | 728,4 |
| Udziałowcy mniejszościowi | -2,0 | 5,0 | 13,0 | 115,0 | 79,0 | 79,0 | 79,0 |
| Zysk z działalności zaniechanej | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto | 2 568,0 | 2 600,0 | 1 473,0 | 2 792,2 | 2 160,5 | 3 281,9 | 3 026,4 |
| zmiana | -184,7% | 1,2% | -43,3% | 89,6% | -22,6% | 51,9% | -7,8% |
| marża | 9,1% | 11,3% | 5,7% | 7,3% | 5,0% | 7,8% | 7,1% |
| Amortyzacja | 3 864,0 | 4 098,0 | 3 893,0 | 4 047,4 | 4 289,5 | 4 469,1 | 4 571,3 |
| EBITDA | 7 376,0 | 7 650,0 | 6 364,0 | 8 083,1 | 7 437,6 | 9 023,6 | 8 777,5 |
| zmiana | -10,4% | 3,7% | -16,8% | 27,0% | -8,0% | 21,3% | -2,7% |
| marża EBITDA | 26,3% | 33,1% | 24,5% | 21,1% | 17,2% | 21,5% | 20,7% |
| Liczba akcji na koniec roku (mln) | 1 869,8 | 1 869,8 | 1 869,8 | 1 869,8 | 1 869,8 | 1 869,8 | 1 869,8 |
| EPS | 1,4 | 1,4 | 0,8 | 1,5 | 1,2 | 1,8 | 1,6 |
| CEPS | 3,4 | 3,6 | 2,9 | 3,7 | 3,4 | 4,1 | 4,1 |
| ROAE | 6,2% | 5,9% | 3,2% | 5,8% | 4,3% | 6,3% | 5,5% |
| ROAA | 4,0% | 3,7% | 2,0% | 3,6% | 2,7% | 3,9% | 3,6% |

Bilans

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| AKTYWA | 67 474,0 | 72 183,0 | 75 905,0 | 79 831,8 | 82 558,6 | 83 806,2 | 85 393,3 |
| Majątek trwały | 55 232,0 | 62 650,0 | 66 765,0 | 70 991,2 | 72 880,0 | 74 317,0 | 75 831,6 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 51 365,0 | 59 010,0 | 62 274,0 | 66 512,5 | 68 037,7 | 68 690,1 | 69 029,7 |
| Wartości niematerialne i prawne | 653,0 | 1 032,0 | 1 046,0 | 1 033,7 | 1 397,3 | 2 181,9 | 3 356,9 |
| Udziały w innych podmiotach | 402,0 | 634,0 | 776,0 | 776,0 | 776,0 | 776,0 | 776,0 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 2 812,0 | 1 974,0 | 2 669,0 | 2 669,0 | 2 669,0 | 2 669,0 | 2 669,0 |
| Majątek obrotowy | 12 242,0 | 9 533,0 | 9 140,0 | 8 840,6 | 9 678,5 | 9 489,2 | 9 561,7 |
| Zapasy | 1 596,0 | 1 890,0 | 2 699,0 | 2 677,1 | 3 022,2 | 2 944,2 | 2 974,1 |
| Należności krótkoterminowe | 2 705,0 | 3 522,0 | 4 102,0 | 3 824,5 | 4 317,4 | 4 206,0 | 4 248,7 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 5 272,0 | 1 569,0 | 1 058,0 | 1 058,0 | 1 058,0 | 1 058,0 | 1 058,0 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalent | 2 669,0 | 2 552,0 | 1 281,0 | 1 281,0 | 1 281,0 | 1 281,0 | 1 281,0 |

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| PASYWA | 67 474,0 | 72 183,0 | 75 905,0 | 79 831,8 | 82 558,6 | 83 806,2 | 85 393,3 |
| Kapitał własny | 42 679,0 | 45 128,0 | 46 727,0 | 49 473,2 | 50 889,6 | 53 585,4 | 55 745,4 |
| Kapitał akcyjny | 19 165,0 | 19 165,0 | 19 165,0 | 19 165,0 | 19 165,0 | 19 165,0 | 19 165,0 |
| Pozostałe kapitały własne | 23 514,0 | 25 963,0 | 27 562,0 | 30 308,2 | 31 724,6 | 34 420,4 | 36 580,4 |
| Kapitał mniejszości | 96,0 | 1 250,0 | 1 074,0 | 1 189,0 | 1 268,0 | 1 347,0 | 1 426,0 |
| Zobowiązania długoterminowe | 17 002,0 | 16 810,0 | 15 464,0 | 16 406,5 | 17 009,8 | 16 144,9 | 15 754,6 |
| Pożyczki i kredyty | 9 603,0 | 8 422,0 | 6 247,0 | 6 345,5 | 6 948,8 | 6 083,9 | 5 693,6 |
| Pozostałe | 7 399,0 | 8 388,0 | 9 217,0 | 10 061,0 | 10 061,0 | 10 061,0 | 10 061,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 7 697,0 | 8 995,0 | 12 640,0 | 12 763,1 | 13 391,1 | 12 728,9 | 12 467,3 |
| Pożyczki i kredyty | 411,0 | 1 623,0 | 4 461,0 | 4 531,3 | 4 962,2 | 4 344,5 | 4 065,8 |
| Zobowiązania handlowe | 976,0 | 1 650,0 | 1 511,0 | 1 529,8 | 1 727,0 | 1 682,4 | 1 699,5 |
| Pozostałe | 6 310,0 | 5 722,0 | 6 668,0 | 6 702,0 | 6 702,0 | 6 702,0 | 6 702,0 |
| Dług | 10 014,0 | 10 045,0 | 10 708,0 | 11 754,8 | 12 789,0 | 11 306,4 | 10 637,5 |
| Dług netto | 5 045,0 | 7 487,0 | 9 421,0 | 10 467,8 | 11 502,0 | 10 019,4 | 9 350,5 |
| (Dług netto / Kapitał własny) | 11,8% | 16,6% | 20,2% | 21,2% | 22,6% | 18,7% | 16,8% |
| (Dług netto / EBITDA) | 0,7 | 1,0 | 1,5 | 1,3 | 1,5 | 1,1 | 1,1 |
| BVPS | 22,8 | 24,1 | 25,0 | 26,5 | 27,2 | 28,7 | 29,8 |

Przepływy pieniężne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|---|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przepływy operacyjne | 6 391,0 | 7 934,0 | 5 102,0 | 7 669,9 | 6 271,5 | 8 380,0 | 7 993,7 |
| Zysk netto | 2 568,0 | 2 600,0 | 1 473,0 | 2 792,2 | 2 160,5 | 3 281,9 | 3 026,4 |
| Amortyzacja | 3 864,0 | 4 098,0 | 3 893,0 | 4 047,4 | 4 289,5 | 4 469,1 | 4 571,3 |
| Kapitał obrotowy | -102,0 | 112,0 | -1 017,0 | 318,2 | -640,8 | 144,8 | -55,4 |
| Pozostałe | 61,0 | 1124,0 | 753,0 | 512,1 | 462,3 | 484,2 | 451,4 |
| Przepływy inwestycyjne | -10 656,0 | -7 775,0 | -6 465,0 | -7 352,7 | -6 135,4 | -5 863,2 | -6 043,0 |
| CAPEX | -7 935,0 | -6 071,0 | -6 393,0 | -7 395,6 | -6 178,3 | -5 906,1 | -6 085,9 |
| Pozostałe | -2721,0 | -1704,0 | -72,0 | 42,9 | 42,9 | 42,9 | 42,9 |
| Przepływy finansowe | 3 830,0 | -274,0 | 91,0 | -317,2 | -136,1 | -2 516,8 | -1 950,6 |
| Emisja akcji | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dług | 4 449,0 | -1,0 | 558,0 | 168,8 | 1 034,2 | -1 482,6 | -668,9 |
| Dywidenda (buy-back) | -471,0 | -1,0 | 0,0 | 0,0 | -698,1 | -540,1 | -820,5 |
| Pozostałe | -148,0 | -272,0 | -467,0 | -486,0 | -472,2 | -494,1 | -461,3 |
| Zmiana stanu środków pieniężnych | -435,0 | -115,0 | -1 272,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 2 666,0 | 2 551,0 | 1 279,0 | 1 279,0 | 1 279,0 | 1 279,0 | 1 279,0 |
| DPS (PLN) | 0,25 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,37 | 0,29 | 0,44 |
| FCF | -1 369,0 | 1 074,0 | -1 727,0 | 274,3 | 93,2 | 2 473,9 | 1 907,8 |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży) | 28,2% | 26,3% | 24,6% | 19,3% | 14,3% | 14,0% | 14,3% |

Wskaźniki rynkowe

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 6,1 | 6,1 | 10,7 | 5,6 | 7,3 | 4,8 | 5,2 |
| P/CE | 2,4 | 2,4 | 2,9 | 2,3 | 2,4 | 2,0 | 2,1 |
| P/BV | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| P/S | 0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| FCF/EV | -6,6% | 4,4% | -6,6% | 1,0% | 0,3% | 9,1% | 7,2% |
| EV/EBITDA | 2,8 | 3,2 | 4,1 | 3,4 | 3,8 | 3,0 | 3,0 |
| EV/EBIT | 5,9 | 6,9 | 10,6 | 6,8 | 9,1 | 6,0 | 6,3 |
| EV/S | 0,7 | 1,1 | 1,0 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| DYield | 3,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 4,4% | 3,4% | 5,2% |

| Cena (PLN) | 8,4 | | | | | | |
|--------------------------------------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Liczba akcji na koniec roku (mln) | 1869,8 | 1869,8 | 1869,8 | 1869,8 | 1869,8 | 1869,8 | 1869,8 |
| MC (mln PLN) | 15 743,6 | 15 743,6 | 15 743,6 | 15 743,6 | 15 743,6 | 15 743,6 | 15 743,6 |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 96,0 | 1250,0 | 1074,0 | 1189,0 | 1268,0 | 1347,0 | 1426,0 |
| EV (mln PLN) | 20 884,6 | 24 480,6 | 26 238,6 | 27 400,4 | 28 513,5 | 27 110,0 | 26 520,1 |

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/gpwa>) 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 emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 24 października 2019 o godzinie 08:26. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 24 października 2019 o godzinie 08:26.

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.

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 PGE wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2019-06-25 | 2019-06-03 | 2019-05-09 | 2019-04-02 | 2019-03-26 | 2019-02-04 | 2018-11-29 |
| cena docelowa (PLN) | 13,26 | 13,39 | 13,38 | 13,66 | 13,77 | 14,47 | 14,82 |
| kurs z dnia rekomendacji | 9,00 | 9,23 | 8,61 | 10,10 | 9,88 | 11,86 | 11,47 |

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@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