

poniedziałek, 27 kwietnia 2020 | komentarz specjalny

PGE – Aktualizacja prognoz i szacunki na 1Q'20

Rekomendacja: zawieszona | cena bieżąca: 4,05 PLN

PGE PW; PGE.WA | Energetyka, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Uwzględniając zmieniające się uwarunkowania makro (globalny kryzys, nowe ścieżki cenowe dla surowców) aktualizujemy nasze założenia i prognozy dla PGE. Oczyszczona EBITDA w latach 2020-22 zostaje obniżona średnio o 9% (niższe wolumeny i CDS w wytwarzaniu, słaby sezon grzewczy, odpis należności w obrocie, niższy WACC w dystrybucji). W tym komentarzu prezentujemy również prognozy na 1Q'20 zakładające 2% wzrost skorygowanego zysku EBITDA do 1,77 mld PLN. Jednocześnie zwracamy uwagę, że nasze roczne szacunki wciąż plasują się średnio 6% powyżej rynkowego konsensusu, a implikowany przez dzisiejszy niski kurs akcji wskaźnik EV/EBITDA spada w przyszłym roku do zaledwie 2,3x (2,9x przy uwzględnieniu rezerwy na rekultywację netto) wobec 3,1x dla roku bieżącego. Oczekiwana znaczna poprawa wyników w kolejnych latach to pochodna przychodów mocowych (netto po ubytku przychodów z RUS to około 2,3 mld PLN), normalnego sezonu grzewczego, rosnącego load factor bloków na węgiel brunatny (wyłączenia bloków węglowych po wejściu BAT w 2021 r. i pakietu zimowego w 2025 r.), uruchomienia nowych jednostek wytwórczych oraz wyższej marży na obrocie (spadek presji regulacyjnej przy niższych cenach, brak kryzysowych rezerw na należności). Zwracamy uwagę na perspektywę wyższych FCF (spadek Capex, poprawa wyników, spływ należności z CO₂ i rekompensat) i wciąż niskie wskaźniki zadłużenia Grupy (DN/EBITDA 1,3x na koniec tego roku). Daje to podstawy do odmrożenia polityki dywidendowej w przyszłym roku (w tym raczej nie zakładamy wypłaty). Oczywiście kluczowe dla wyceny i sentymentu wokół spółki pozostają plany w zakresie: 1) projektu atomowego (Zarząd na ostatniej konferencji raczej sugerował, że może to być zbyt kosztowny projekt dla kraju w obecnej sytuacji kryzysowej, ale jednocześnie pojawiają się komentarze ministerstwa klimatu, że bloki jądrowe znajdują się w finalizowanym obecnie dokumencie PEP40); 2) restrukturyzacji PGG (ostatnie medialne spekulacje sugerowały głębokie zmiany z wygaszaniem niektórych kopalni i przejściem kopalni rybnych przez PGE, ale trudno wyrokować, jakie będą ostatecznie decyzje – nie można wykluczyć „sprawdzonego” już pomysłu polegającego na zastrzyku kapitału od udziałowców, co tylko wydłużyłoby tę sagę mało skutecznego i kosztownego ratowania polskiego górnictwa) oraz 3) inwestycji w nową kopalnię węgla brunatnego w Złoczewie (na razie PGE unika konkretnych deklaracji, choć przygotowuje dokumentację i zgody administracyjne potrzebne do ewentualnego uruchomienia projektu). Do czasu rozstrzygnięcia tych zagadnień nasza rekomendacja dla PGE pozostaje zawieszona.

Zmiany założeń

Aktualizujemy nasze założenia dla głównych parametrów dla sektora w ślad za zmianami w ścieżkach cenowych na rynku surowcowym publikowanymi w ostatnich raportach dla spółek paliwowych. Korekta dotyczy przede wszystkim cen gazu i CO₂ (mocny spadek emisji w wyniku kryzysu i zmiana miksu wytwórczego w Europie na korzyść źródeł mniej emisyjnych), ale obniżamy również średnie ceny węgla na rynku polskim, choć w tym wypadku korelacja ze światowymi benchmarkami pozostaje ograniczona. W efekcie **korygujemy prognozy średnich cen energii na rynku polskim** dla okresu 2021-22 średnio o 12% (patrz tabela poniżej).

Zmiany założeń w prognozach dla PGE

Założenia	2020P	2021P	2022P
Energia (PLN/MWh)	266,8	221,9	216,4
Węgiel (PLN/t)	250,0	240,0	240,0
CO ₂ (EUR/t)	18,0	18,0	20,0
Gaz (PLN/tys. m ³)	440,0	576,0	709,6
Zmiana prognoz			
Energia	-0,1%	-10,9%	-12,7%
Węgiel	0,0%	-5,7%	-5,7%
CO ₂	-25,0%	-25,0%	-16,7%
Gaz	-50,6%	-45,9%	-33,3%

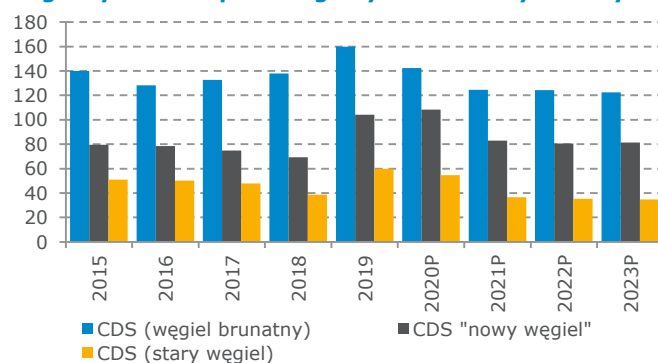
Źródło: mBank

Aktualne notowania energii i CO₂



Źródło: Bloomberg, TGE, mBank

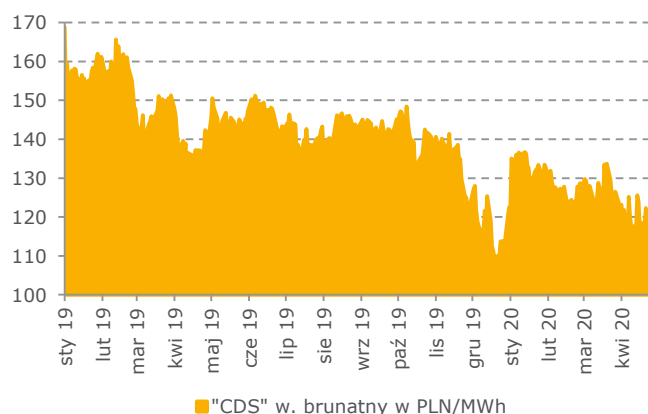
Prognozy CDS dla poszczególnych źródeł wytwórczych



Źródło: Bloomberg, TGE, mBank

W takim scenariuszu w okresie 2021-22 **obniżamy nieznacznie modelowe marże dla bloków na węgiel brunatny** (średnio -4%). Mocniejszy spadek pojawia się w przypadku CDS dla bloków na węgiel kamienny (-8%), szczególnie tych bardziej efektywnych (-10% z uwagi na ubytek premii emisyjnej przy spadku cen uprawnień). Jednocześnie **obniżamy też nieznacznie ceny zielonych certyfikatów** na rok bieżący (-10 PLN/MWh), dostosowując je do bieżących odczytów rynkowych.

Modelowy spread CDS dla bloków na węgiel brunatny



Źródło: TGE, Bloomberg, szacunki mBanku

Zmiany prognoz finansowych dla PGE

Zmiana prognoz	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	-12,8%	-7,5%	-7,0%
ciepło+EK	-7,9%	-11,0%	-11,9%
OZE	-22,6%	+2,0%	+0,4%
dystrybucja	-2,5%	-4,0%	-3,8%
sprzedaż	-29,7%	-9,8%	+3,3%
Zysk netto	-36,1%	-12,7%	-15,6%

Źródło: mBank

Aktualizacja prognoz

W efekcie zmian parametrów makro oraz uwzględnienia konsekwencji trwającego kryzysu gospodarczego na poszczególne biznesy PGE, obniżamy **nasze prognozy skorygowanego strumienia EBITDA na najbliższe 3 lata średnio o 9%**, przy największym udziale roku bieżącego (-13%). Nominalnie największego ubytku wyniku w stosunku do naszych poprzednich szacunków oczekujemy w segmencie wytwarzania (obecnie rozdzielamy go zgodnie z księgowością PGE na Energetykę konwencjonalną i Ciepło). Szczegółowo te

korekty komentujemy w dalszej części tej publikacji. Nasze nowe prognozy raportowanego zysku **EBITDA na lata 2020-22 znajdują się średnio 6% powyżej aktualnego konsensusu rynkowego.**

Prognozy na 1Q'20

Szacujemy, że powtarzalna EBITDA sięgnie w 1Q'20 około 1,8 mld PLN, co będzie oznaczać nieznaczny, 2% wzrost w ujęciu r/r. W **segmencie energetyki konwencjonalnej** spodziewamy się 12% spadku wyników za sprawą pogorszenie modelowego CDS (plus brak darmowych uprawnień) oraz niższej produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny (w przeciwieństwie do bloków na węgiel kamienny w tym wypadku mechanizm płatności za redukcję nie kompensuje w 100% utraconej marży). Będzie to kompensowane wysokomarżową sprzedażą z nowych bloków w Opolu II. W **segmencie ciepła** oczekiwany 15% spadek EBITDA to głównie efekt presji na marżę jednostkową (koszt CO₂) i zakładanego spadku wolumenów (niekorzystne warunki pogodowe), częściowo neutralizowanych przez spadek cen gazu. W **obszarze dystrybucji** spodziewamy się nieznacznego spadku EBITDA (-3%), głównie z uwagi na wyższe koszty pracownicze, tylko w części skompensowane przez niższe koszty strat sieciowych i wzrost wolumenów. **Segment OZE** powinien zanotować nieznaczny wzrost EBITDA z uwagi na wyższe ceny zielonych certyfikatów i wzrost wolumenów (wiatr), co będzie jednak w znacznym stopniu „skonsumowane” przez niskie ceny spotowe energii. Jeśli chodzi o **obszar obrotu**, to należy go rozpatrywać łącznie z korektami konsolidacyjnymi na linii pozostałe (efekt polityki księgowania rezerw na umowy rodzące obciążenia). Po uwzględnieniu tej specyfiki księgowej, EBITDA wzrośnie naszym zdaniem o 190 mln PLN r/r, głównie na odbudowie marżowości na klientach spoza taryfy G. **Wykonanie naszych rocznych prognoz skorygowanej EBITDA po 3M'20 powinno wynieść 28%** (rok temu było to 26%). Jest to dość komfortowy poziom realizacji, biorąc pod uwagę słaby sezon grzewczy w 1Q i wyższą dyspozycyjność Bełchatowa w kolejnych kwartałach, nawet mimo niższych cen spotowych i potencjalnych kosztów lockdown'u.

Wytwarzanie konwencjonalne

W całym 2020 roku zakładamy 10% spadek skorygowanego strumienia EBITDA segmentu, co będzie przede wszystkim pochodną wyższych kosztów CO₂ (cena i ubytek 8,5 mln ton darmowych certyfikatów). Nie pomagają też widoczne w danych PSE niskie obciążenia elektrowni węglowych, ale z punktu widzenia wyników jest to problem dla Bełchatowa i Turawa, gdzie mechanizm redukcji nie pokrywa 100% utraconej marży (dla stałokosztowych bloków możliwość odkupu niewytworzonej energii po średnim koszcie wytworzenia jest krzywdzący). W ubiegłym roku mieliśmy do czynienia z podobnym zjawiskiem (spadek load factor

Prognozy wyników kwartalnych dla Grupy PGE

(mln PLN)	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20P	r/r	2020P	YTD
Przychody	7 137,0	5 734,0	6 091,0	6 984,0	9 561,0	8 675,0	9 696,0	9 695,0	10 353,2	8%	41 771,6	25%
EBITDA	2 214,0	1 489,0	1 441,0	1 220,0	1 889,0	2 506,0	1 677,0	1 069,0	1 786,5	-5%	6 349,1	28%
skor. EBITDA	2 204,0	1 599,0	1 440,0	1 698,0	1 749,0	1 309,0	1 605,0	2 046,0	1 786,5	2%	6 483,5	28%
Energ. konw.	709,0	575,0	532,0	446,0	683,0	638,0	649,0	728,0	598,4	-12%	2 438,9	25%
Ciepło	569,0	119,0	-27,0	321,0	404,0	113,0	90,0	319,0	345,2	-15%	1 078,6	32%
OZE	114,0	108,0	132,0	109,0	165,0	145,0	100,0	107,0	172,0	4%	484,7	35%
Dystrybucja	638,0	632,0	622,0	611,0	645,0	566,0	599,0	530,0	628,0	-3%	2 340,1	27%
Obrót	189,0	79,0	152,0	74,0	30,0	146,0	0,0	80,0	123,4	311%	420,4	29%
Pozostałe	-15,0	86,0	29,0	137,0	-178,0	-299,0	167,0	282,0	-80,6	-	-279,2	29%
EBIT	1 315,0	544,0	507,0	105,0	950,0	1 496,0	621,0	-7 242,0	757,9	-20%	2 225,5	34%
Dział. finansowa	-90,0	-75,0	-39,0	-75,0	-197,0	-10,0	-97,0	-224,0	-175,0	-11%	-525,4	33%
Zysk netto	935,0	374,0	391,0	-202,0	585,0	1 116,0	471,0	-6 133,0	449,6	-23%	1 380,1	33%

Źródło: PGE, szacunki mBanku

nieproporcjonalny do spadku dyspozycyjności) i jego koszt szacowaliśmy na około -180 mln PLN. W tym roku ten efekt może być nieco większy, ale wiele będzie zależało od pracy KSE w drugim półroczu, kiedy to oczekiwana dyspozycyjność Bełchatowa będzie znacznie wyższa r/r. Niestety nadszarpnięcie recesja raczej sugeruje dalsze spadki zapotrzebowania na energię. **W przyszłym roku EBITDA segmentu będzie oczywiście wsparta przychodami z rynku mocy**, które po uwzględnieniu ubytku dotychczasowych przychodów z RUS (regulacyjne usługi systemowe) mogą poprawić wynik segmentu o 1,9 mld PLN (zakontraktowane przychody mocowe w skali Grupy to co prawda 2,8 mld PLN, ale częściowo pojawiają się one w wynikach segmentu ciepła i OZE). Zakładamy też pełne uruchomienie bloku w Turowie oraz **wzrost load factor dla Bełchatowa** z uwagi na planowane wyłączenia bloków węglowych w systemie (efekt BAT-ów). Powyższe efekty będą neutralizowane częściowo przez spadek CDS. W kolejnych latach presja na modelową marżę będzie się utrzymywać, ale powrót „normalnych” utylizacji na węglu brunatnym i stabilne przychody mocowe będą wspierać wyniki segmentu. Ważnym **wydarzeniem będzie uruchomienie 1400 MW w blokach gazowych** zaplanowane w roku 2024, które po uwzględnieniu przychodów mocowych mogą dołożyć około 0,8 mld PLN marży brutto.

Prognozy wyników dla segmentu Energetyka konwencjonalna

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P
wolumen w TWh	47,6	52,0	57,7	59,2
w tym w. brunatny	32,1	31,4	33,3	36,1
Opole II	3,3	9,9	9,9	9,9
cena energii PLN/MWh	243,4	275,8	230,9	225,4
koszt CO ₂ w EUR/t	16,6	23,0	19,0	18,6
koszt węgla w PLN/t	305,9	293,2	281,5	281,5
darmowe CO ₂ mln ton	10,0	1,5	0,2	0,1
CDS w mln PLN	6 806	6 425	5 691	5 975
CDS w PLN/MWh	143,0	123,4	98,6	101,0
przychody mocowe	0	0	2 305	1 977
EBITDA	2 880	2 439	3 524	3 347
EBITDA skor.	2 698	2 439	3 524	3 347

Źródło: PGE, szacunki mBanku

Segment ciepła

Tegoroczne wyniki segmentu ciepła będą obciążone **niekorzystnymi warunkami pogodowymi** w kluczowym dla tego obszaru 1Q. Dodatkowo problemem będzie spadek **darmowej alokacji CO₂**, ale te czynniki powinny być z nawiązką kompensowane przez znacznie **niższe koszty gazu i wzrosty taryf na ciepło**. Oczywiście raportowana EBITDA będzie niższa r/r z uwagi na pozytywne zdarzenia jednorazowe w 2019 (+260 mln PLN), ale oczyszczony wynik może być 16% wyższy, mimo słabszego początku roku. W przyszłym roku **pojawiają się przychody mocowe** (~0,16 mld PLN), co przy powrocie znormalizowanych temperatur w okresie zimowy pozwoli na wzrost EBITDA powyżej 1,2 mld PLN. W kolejnych latach obok zmian na płatnościach mocowych, głównym czynnikiem zmiany rentowności będzie zakładany przez nas wzrost cen gazu (spadek CSS).

Prognozy wyników dla segmentu Ciepło

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P
energia w TWh	8,4	7,7	8,4	8,4
ciepło w TJ	44,7	39,6	44,7	44,7
cena ciepła w PLN/GJ	41,7	44,8	41,7	39,2
cena energii PLN/MWh	251,9	275,3	230,4	224,9
koszt CO ₂ w EUR/t	16,6	23,0	19,0	18,6
koszt węgla w PLN/t	317,5	323,0	310,0	310,0
cena gazu w PLN/tys. m ³	763,1	572,7	508,0	642,8
darmowe CO ₂ mln ton	1,9	0,9	0,7	0,6
CDS (+ciepło) w mln PLN	1 781	1 638	1 659	1 357
CDS w PLN/MWh	85,5	87,5	79,7	65,2
przychody mocowe	0	0	158	322
EBITDA	1 186	1 079	1 244	1 092
EBITDA skor.	926	1 079	1 244	1 092

Źródło: PGE, szacunki mBanku

Segment OZE

Pomimo zakładanej dodatniej dynamiki EBITDA w 1Q'20, cały rok przyniesie naszym zdaniem spadek wyników segmentu. Będzie to pochodną **niższych cen spotowych i słabszych wolumenów w elektrowniach wodnych** (zapowiadana susza). Oczekiwany **wzrost produkcji z wiatru** (uruchomienie nowych 97 MW) tylko częściowo zrekompensuje powyższe ubytki. W kolejnych latach oczekujemy odbudowania się cen spotowych oraz **pierwszych efektów inwestycji w fotowoltaikę**. Dodatkowo pojawiają się też zakontraktowane przychody mocowe, ale w dużym stopniu będą one zneutralizowane ubytkiem przychodów z RUS. Kolejnym kamieniem milowym dla segmentu będzie uruchomienie morskiej farmy wiatrowej, które jest zaplanowane na lata 2025-26.

Prognozy wyników dla segmentu OZE

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P
wolumen w TWh	2,3	2,5	2,7	3,0
woda	1,0	0,9	0,9	0,9
wiatr	1,3	1,5	1,5	1,5
PV	0,0	0,0	0,3	0,5
cena spot PLN/MWh	230,7	180,0	221,9	216,4
zielony certyfikat	131,6	140,0	150,0	150,0
przychody mocowe	0	0	337	281
RUS	242	242	0	0
EBITDA	517	485	723	722
EBITDA skor.	519	485	723	722

Źródło: PGE, szacunki mBanku

Dystrybucja energii

Wyniki dystrybucji to przede wszystkim funkcja wartości regulacyjnej aktywów (WRA) i regulowanego kosztu kapitału. W tym roku z jednej strony mam do czynienia ze **wzrostem WRA o 0,7 mld PLN**, ale z drugiej **spada WACC z 6% do 5,5%**, co implikuje spadek zwrotu z aktywów o 50 mln PLN r/r. Oczekujemy jednak, że EBITDA segmentu będzie ostatecznie płaska r/r, dzięki niższym kosztom strat sieciowych (niższe ceny spot). W kolejnych latach inwestycje netto powinny zapewnić średnioroczny przyrost WRA o około 0,5 mld PLN, ale nadal pod presją będzie średnioważony

regulowany koszt kapitału (efekt stopy wolnej od ryzyka), który w 2022 roku może spaść do 4,6%. W efekcie wyniki segmentu pozostaną stabilne, przy założeniu mniejszej presji na koszty w otoczeniu recesyjnym i post-recesyjnym.

Prognozy wyników dla segmentu Dystrybucja

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P
WRA	16 884	17 597	18 154	18 681
WACC	6,0%	5,5%	4,6%	4,6%
EBIT	1 101	1 109	999	1 048
EBIT/WRA	6,5%	6,3%	5,5%	5,6%
EBITDA skor.	2 340	2 340	2 270	2 332

Źródło: PGE, szacunki mBanku

Rentowności obligacji i średnia 18M do taryfy

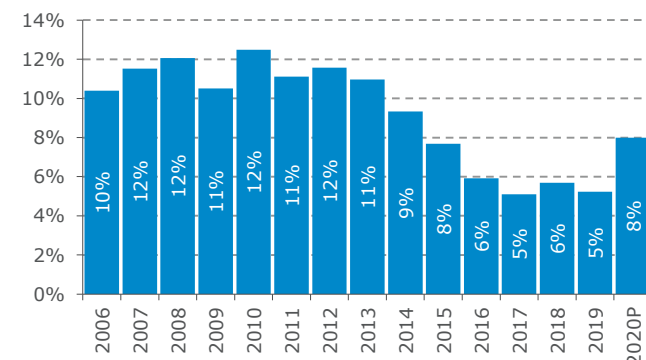


Źródło: Bloomberg, szacunki mBanku

Segment obrotu

Wyniki na handlu energią w latach 2018-20 są mocno **zniekształcone przez szoki rynkowe** (skokowe wzrosty cen w 2018) i **regulacyjne** (zamrożenie cen w 2019, brak odpowiednich podwyżek taryfy G na 2020), tak więc w naszej opinii nie można ich ekstrapolować na kolejne lata. Dodatkowo, obraz rentowności komplikuje polityka księgowania rezerw na „umowy rodzące obciążenia”, która polega na równoczesnych odwrotnych operacjach w obrocie i korektach konsolidacyjnych. Przykładowo, w tym roku segment obrotu na pokrycie strat w taryfie G będzie wykorzystywał rezerwę w wysokości 330 mln PLN z 4Q'19, ale jednocześnie na konsolidacji będzie trzeba tę kwotę odwrócić. **Oczyszczona rentowność na detalicznej sprzedaży energii powinna być jednak w naszej opinii wyższa niż w 2019**, gdyż liczymy na znaczną odbudowę marż na klientach komercyjnych (w 2019 zamrożone ceny plus negatywne efekty trudnej kontraktacji z 2018). Z tego względu skorygowana EBITDA obrotu (bez wspomnianych rezerw na konsolidacji) powinna wynieść 420 mln PLN. Jednocześnie zakładamy jednak, że wyniki zostaną obciążone **kryzysowymi odpisami na należności** (ekspercko zakładamy wzrost odpisów brutto z 5% do 8% – kontekst historyczny przedstawiamy na wykresie obok).

Historyczne odpisy należności brutto w PGE i prognoza na rok 2020



Źródło: PGE, szacunki mBanku

Dodatkowym problemem może być **konieczność odsprzedaży na rynku bilansującym energii nieodebranej** przez klientów ograniczających działalności w okresie lockdown/recesji. Biorąc jednak pod uwagę aktualne notowania spot, każdy 1% nieodebranego wolumenu w skali roku może implikować stratę rzędu 50 mln PLN (w sytuacji niezbilansowania portfela). Tego elementu nie uwzględniamy w prognozach, gdyż zakładamy że będzie to pokryte przez standardowy margines zakupów spotowych (póki co obserwowane w Polsce spadki popytu w okresie kwarantanny nie są dramatycznie wysokie i sięgają 6-7%). Jeśli chodzi o lata **2021-22 to spodziewamy się dalszej poprawy/normalizacji rentowności**, z uwagi na niższe ceny hurtowe energii i związane z tym odwrócenie przewag negocjacyjnych z URE.

Prognozy wyników dla segmentu Obrót

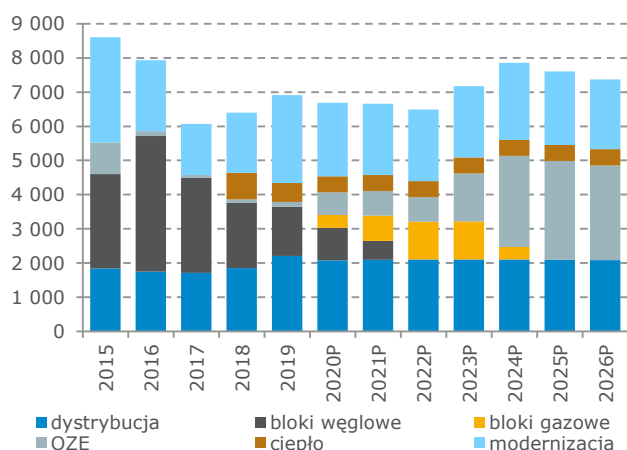
(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P
wolumen w TWh	44,0	42,2	43,9	44,3
opłaty od EK	819	819	819	819
marża na paliwach	162	144	144	144
marża na energii	119	296	439	532
w PLN/MWh	2,7	7,0	10,0	12,0
zdarzenia jednorazowe	24	-134	0	0
EBITDA skor.	256	420	541	621

Źródło: PGE, szacunki mBanku

Prognozy CAPEX

Ubiegłoroczne nakłady inwestycyjne sięgnęły 6,9 mld PLN i były niższe od naszych szacunków o 0,5 mld PLN z uwagi na przesunięcie płatności za bloki w Opolu i Turowie oraz inny rozkład capex w projekcie wiatrowym (97 MW). Stąd automatycznie **nasze szacunki wydatków inwestycyjnych na rok 2020 zwiększamy o tę kwotę do poziomu 6,7 mld PLN**. Dodatkowo po wysokim wykonaniu 2019 podnosimy nakłady w dystrybucji w kolejnych latach średniorocznie o 150 mln PLN oraz zakładamy wyższe koszty modernizacyjno-odtworzeniowe w energetyce konwencjonalnej. Jeśli chodzi o duże projekty organiczne to w naszym modelu uwzględniamy **bloki gazowe w ZEDO** (3,7 mld PLN w latach 2020-24), **program budowy źródeł fotowoltaicznych** (3,6 mld PLN w latach 2020-25) i pierwszą **farmę offshore 1045 MW** (przy 50% udziale oznacza tok wydatków 6,8 mld PLN w latach 2023-26). W obecnej kryzysowej sytuacji można jednak zakładać pewne opóźnienia w realizacji capex, szczególnie że Zarząd już sygnalizuje przegląd prowadzonych inwestycji i poszukiwanie oszczędności. Nasz bazowy scenariusz wraz z rozkładem ilustruje wykres na kolejnej stronie.

Prognozy nakładów inwestycyjnych w PGE (mln PLN)



Źródło: PGE, szacunki mBanku

Przepływy pieniężne i bilans

W ubiegłym roku zadłużenie netto PGE wzrosło o 1,6 mld PLN do prawie 11 mld PLN. W dużym stopniu wynikało to jednak ze zmiany standardu rachunkowości i uwzględnienia na tej linii 0,9 mld PLN zobowiązań leasingowych. Przepływy netto w okresie również były jednak ujemne, a cash flow operacyjny był obciążony znacznym odpływem gotówki na kapitał obrotowy (-2,4 mld PLN). Istotną część tej zmiany (1,4 mld PLN) stanowiła pozycja otrzymanych 11 mln ton darmowych uprawnień zaksięgowanych w linii zapasów.

Spółka rozpoznała wynik na tych uprawnieniach, ale jego spieniężenie nastąpiło w tym roku (będzie to widoczne w CF w 1Q'20). Z jednorazowych czynników wpływających na przepływy z operacji były też należności z tytułu rekompensat za zamrożenie cen energii, które na koniec grudnia wynosiły jeszcze 0,3 mld PLN (kwota ta również wpłynęła w tym roku). Warto też pamiętać o znaczącej kwocie (0,7 mld PLN) zamrożonej w depozytach giełdowych, ale jest ona skorelowana z cenami energii i aktywnością handlową, tak więc nie oczekujemy większych zmian na tej pozycji w 2020. Podsumowując, ten rok powinien przynieść dodatnie przepływy na kapitale obrotowym (~1 mld PLN), co pozwoli na wygenerowanie OCF na poziomie 7 mld PLN. Przy nakładach inwestycyjnych rzędu 6,7 mld PLN implikuje to nieznacznie dodatni uproszczony FCF. Znacznej poprawy tego parametru oczekujemy dopiero w latach 2021-22.

Prognozy głównych linii CF i zadłużenia

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	6 820	7 011	7 945	7 600
% EBITDA	96%	110%	95%	93%
Zmiana WC	-2 361	985	266	37
CAPEX	6 907	6 685	6 659	6 486
OCF-CAPEX	-87	326	1 286	1 114
Dług netto	10 995	11 137	10 492	10 464
DN/EBITDA	1,5	1,8	1,3	1,3

Źródło: PGE, szacunki mBanku

Prognozy finansowe dla PGE i wskaźniki wyceny

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	28 092,0	23 100,0	25 946,0	37 627,0	41 771,6	40 002,0	39 617,2
EBITDA	7 376,0	7 650,0	6 375,0	7 141,0	6 349,1	8 350,8	8 161,6
EBITDA skor.	7 376,0	7 650,0	6 375,0	7 141,0	6 349,1	8 350,8	8 161,6
Energetyka konwencjonalna	2 961,0	2 897,0	2 262,0	2 698,0	2 438,9	3 524,3	3 347,2
Ciepło	-	-	982,0	926,0	1 078,6	1 244,1	1 091,6
OZE	364,0	364,0	463,0	519,0	484,7	723,2	722,4
Dystrybucja	2 233,0	2 364,0	2 503,0	2 340,0	2 340,1	2 269,7	2 331,5
Obrót	495,0	812,0	494,0	256,0	420,4	541,0	620,7
Pozostałe	99,0	43,0	269,0	-28,0	-279,2	48,6	48,2
Zysk netto	2 568,0	2 600,0	1 498,0	-3 961,0	1 380,1	2 864,2	2 554,3
P/E	3,0	2,9	5,1	-	5,5	2,6	3,0
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	1,7	2,1	2,8	2,7	3,1	2,3	2,3
EV/EBITDA skor. (z rezerwą rekult.)	2,4	2,8	3,6	3,4	3,9	2,9	2,9
FCF/EV	-10,8%	6,6%	-9,5%	-7,0%	1,7%	6,8%	5,9%
DYield	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%	9,4%
Cena (PLN)	4,05	4,05	4,05	4,05	4,05	4,05	4,05
MCap	7 578,2	7 578,2	7 578,2	7 578,2	7 578,2	7 578,2	7 578,2
Kapitał udziałowców mniej.	96,0	1250,0	1074,0	848,0	845,0	842,0	839,0
EV	12 719,2	16 315,2	18 079,2	19 421,2	19 560,7	18 912,0	18 881,6

Źródło: PGE, szacunki mBanku

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

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 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 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 27 kwietnia 2020 o godzinie 08:15.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 kwietnia 2020 o godzinie 08:15.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
PGE

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-02-27	2019-10-24	2019-06-25	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	12,20	13,26	13,39	13,38	13,66
kurs z dnia rekomendacji	5,15	8,42	9,00	9,23	8,61	10,10

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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