

piątek, 30 października 2020 | raport analityczny

## Polenergia: kupuj (nowa)

PEP PW; PEP.WA | Energetyka, Polska

### Podwojenie skali biznesu w 5 lat

Inicjujemy pokrycie analityczne Polenergii z wyceną 62,99 PLN na akcję i rekomendacją kupuj. W naszej opinii spółka jest idealnie spozycjonowana na średnioterminowe trendy regulacyjne w sektorze, jak zaostrenie celu redukcji emisji w UE (wpływ na wzrost cen CO<sub>2</sub> i rentowność zero/nisko emisyjnych źródeł) czy zmianę nastawienia polskiego rządu do inwestycji w OZE (ustawa 10H, ustawa offshore, rynek zielonych certyfikatów, popyt aukcyjny). Biorąc pod uwagę backlog projektów i potencjał finansowy szacujemy, że Polenergia może w ciągu najbliższych 5 lat rozbudować swoje aktywa wytwórcze o około 300 MW w wietrze i 120 MW w fotowoltaice. Bardzo ciekawym aktywem są też koncesje offshore, aczkolwiek uwolnienie tego potencjału (NPV pierwszego etapu szacujemy na 0,77 mld PLN) wymagać będzie emisji akcji lub pozyskania dodatkowego partnera. Pozytywnie oceniamy nowe inicjatywy w segmencie obrotu, szczególnie linię usług agregacji OZE, która już w tym roku dołoży ~6 mln PLN dodatkowej marży (wolumen energii z instalacji OZE bez prosumenckich podwoi się w perspektywie 2025 roku). Oczekujemy, że pozytywny sentyment do szeroko rozumianego sektora OZE będzie się utrzymywał (regulacje, napływy do funduszy ESG, niskie koszty finansowania, spadek cen technologii), co będzie prowadzić do dalszego re-ratingu wyceny (branżowy EV/EBITDA wzrósł w ostatnich 5 latach o 30%, a Polenergia wciąż jest notowana z 15% dyskontem do grupy porównawczej).

### Polityka redukcji emisji będzie wspierać

Zapowiedź zaostrenia celów redukcyjnych w UE powinna zaowocować reformą systemu ETS (rozszerzenie o nowe sektory, wzrost wskaźnika LFR, obniżenie darmowych alokacji). Oczekujemy, że w perspektywie 2030 roku nadwyżka uprawnień na rynku zostanie obniżona z obecnych 1,6 mld ton do 0,25 mld ton, a w efekcie ceny wzrosną z obecnych 25 EUR/t do 50 EUR/t. Przełoży się to na ceny energii i rentowność źródeł nisko/zero emisyjnych.

### Przygotowany backlog projektów

W fazie budowy lub RTB znajduje się ~200 MW w wietrze i 27 MW w PV, a na mniej zaawansowanym etapie rozwoju spółka posiada projekty o mocy przekraczającej 300 MW. Rozpoczęte inwestycje mają już zabezpieczone długoterminowe finansowanie, a bilansowy potencjał wkładu własnego pozwala naszym zdaniem na realizację projektów o wartości >3 mld PLN w perspektywie 5 lat (capex uwzględniony w modelu to 2,5 mld PLN).

### Potencjał nowych linii biznesowych

W ramach strategii 2019-24 spółka zdefiniowała kilka nowych obszarów rozwoju, z czego część linii biznesowych wystartowała już w tym roku i kontrybuuje do wyniku EBITDA. Szczególnie obiecująco wygląda segment agregacji OZE (uwzględniamy ponad 10 mln PLN marży w perspektywie 2024), ale potencjał wzrostu ma również sprzedaż B2B. Jeśli chodzi o program rozwoju przemysłowej kogeneracji gazowej to na razie nie uwzględniamy go w modelu do czasu ogłoszenia konkretnych projektów.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	3 448,7	2 596,6	1 689,1	1 843,3	2 043,6
EBITDA	179,3	261,9	276,2	291,0	319,4
marża EBITDA	5,2%	10,1%	16,4%	15,8%	15,6%
EBIT	83,8	160,4	173,5	183,5	194,0
Zysk netto	3,4	109,0	105,8	108,1	105,5
P/E	568,7	17,8	18,3	17,9	18,4
P/CE	19,6	9,2	9,3	9,0	8,4
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	14,1	9,3	9,0	9,5	9,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	42,60 PLN
Cena docelowa	62,99 PLN
Kapitalizacja	1,94 mld PLN
Free float	0,63 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,8 mln PLN

### Struktura akcjonariatu

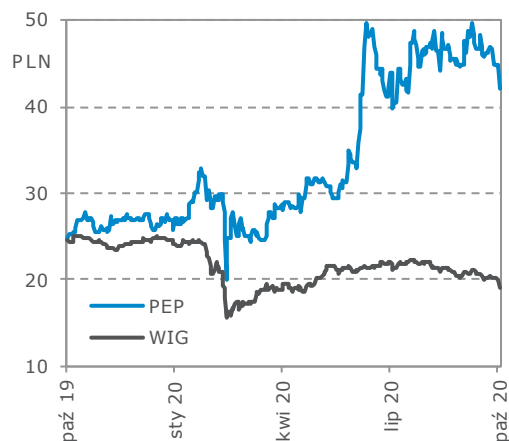
Mansa Investments	51,64%
China CEE Investment Fund	15,99%
OFE Aviva	8,21%
OFE Generali	6,61%
OFE NN	5,66%

Pozostali akcjonariusze 11,89%

### Profil spółki

Polenergia to prywatna, zintegrowana spółka energetyczna operująca przede wszystkim w sektorze OZE z 249 MW zainstalowanymi w onshore i 8 MW PV (plus rozbudowany portfel projektów na różnym etapie realizacji). Spółka posiada również sieć dystrybucyjną z WRA na poziomie 110 mln PLN oraz gazowe aktywa kogeneracyjne. Polenergia prowadzi również działalność w szeroko rozumianym segmencie obrotu energią (trading, zarządzanie portfelem, sprzedaż B2B, agregacja OZE).

### Kurs akcji Polenergii na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Polenergia	62,99	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Polenergia	42,60	62,99

### Analityk:

Kamil Kliszcz  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, 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](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 z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawianych 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, Sygnity, 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 30 października 2020 o godzinie 08:27.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 października 2020 o godzinie 08:27.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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 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](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.

**mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Polenergia.**

**mBank S.A.**

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

**Departament Analiz**

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kluszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kluszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)