



Sektor energetyczny

Polska

ZE PAK

Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.klischcz@dibre.com.pl

Oferta publiczna

Opis działalności PAK

ZE PAK jest piątym wytwórcą energii elektrycznej w Polsce pod względem zainstalowanych mocy wytwórczych (2,46 GWe) oraz ilości wytwarzanej energii elektrycznej (10,1 TWh netto), z udziałem wynoszącym około 6,9% w krajowym rynku wytwarzania energii elektrycznej. Aktywa wytwórcze obejmują cztery elektrownie opalane węglem brunatnym zlokalizowane w województwie wielkopolskim. Są to: Elektrownia Pątnów II, wyposażona w pierwszy w Polsce blok energetyczny na parametry nadkrytyczne oraz trzy elektrownie dodatkowo wyposażone w instalacje współspalania biomasy: Elektrownia Pątnów I, Elektrownia Konin oraz Elektrownia Adamów. Park wytwórczy Grupy został dodatkowo w tym roku poszerzony o blok biomasowy 55 MW w Koninie. W wyniku nabycia w lipcu 2012 roku 85% akcji dwóch kopalń węgla brunatnego będących dostawcami paliwa do elektrowni PAK, Grupa w pełni zintegrowała pionowo proces wytwarzania energii.

Szczegóły oferty

Głównymi akcjonariuszami PAK są Skarb Państwa (50%) oraz pośrednio Zygmunt Solorz-Żak (49,15%). W ramach oferty sprzedawany jest pakiet resortu skarbu obejmujący 26,013 mln akcji, z czego 1,35 mln akcji będzie zaoferowane Panu Solorzowi, który dzięki temu obejmie kapitałową kontrolę. Inwestorzy Indywidualni mogą składać zapisy w okresie od 11 do 19 października, natomiast Inwestorzy Instytucjonalni od 23 do 25 października. Cena maksymalna na potrzeby składania zapisów przez Inwestorów Indywidualnych wyznaczona została na poziomie 33 PLN. Przewiduje się, że pierwszy dzień notowań Akcji na GPW nastąpi w dniu 30 października 2012 roku lub w zbliżonym terminie.

Kluczowe aspekty atrakcyjności inwestycyjnej

- **wycena:** przy cenie maksymalnej implikowane wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA na lata 2012-13 wskazują średnio na około 30% dyskonta do pozostałych spółek z sektora, ale różnica w wycenie zawęża się w kolejnych latach, z uwagi na prognozy spadku cen energii w 2013 i wzrost kosztów zakupu uprawnień emisyjnych w 2014 roku. Warto także zwrócić uwagę, że PAK, w przeciwieństwie do konkurencji, nie posiada ekspozycji na bezpieczny i rosnący segment dystrybucji, który z zasady wyceniany jest wyżej niż bardziej ryzykowny biznes wytwórczy, a dodatkowo wyniki Grupy wspierane są przez rekompensaty KDT (ich wysokość może maleć wraz rosnącymi cenami energii w przyszłości), które w 2013 roku stracą już znaczenie dla PGE czy TPE. Uzasadnieniem dyskonta może być także jakość aktywów, a więc zaawansowany wiek portfela wytwórczego, niska sprawność oraz wyczerpujące się zasoby węgla w kopalniach. W tym kontekście różnica walutowa nie do końca oddaje atrakcyjność inwestycyjną akcji PAK, choć na pewno będzie to czynnik wspierający notowania po debiucie.
- **inwestycje a dywidenda:** PAK zamierza w latach 2012-15 wydać na modernizację bloków wytwórczych i inwestycje odtworzeniowe w obszarze wydobywania około 2 mld PLN, co implikowałoby średnioroczny capex na poziomie 0,5 mld PLN. Przy strumieniu EBITDA rzędu 750-800 mln PLN dawałoby to miejsce na wypłatę około 30% skonsolidowanego zysku w formie dywidendy bez pogarszania bilansu spółki (obecnie dług netto/EBITDA wynosi 1,1). Oznaczałoby to stopę dywidendy przy cenie maksymalnej rzędu 5-7%, co można uznać za poziom atrakcyjny, choć nieodbiegający od standardów w sektorze. Zagrożeniem dla jakości bilansu i stopy wypłaty może być wdrożenie potencjalnych projektów inwestycyjnych będących obecnie w fazie analiz, których wartość w latach 2013-17 jest szacowana na 2,8 mld PLN.
- **ceny energii i CO₂:** PAK 95% energii wytwarza w oparciu o własny węgiel (pozostała część to biomasa), tak więc koszty stałe stanowią zdecydowaną większość kosztów operacyjnych, co implikuje wysoką wrażliwość wyników na ceny prądu. Obecnie trendy na rynku nie są korzystne i istnieje ryzyko spadku cen r/r w 2013 o około 5-10 PLN/MWh (każde 10 PLN/MWh obniża przychody o 100 mln PLN). Ważnym czynnikiem kształtującym rentowność, począwszy od 2013 roku będzie także sytuacja na rynku CO₂. W 2013 brak darmowych przydziałów może być jeszcze skompensowany certyfikatami zaoszczędzonymi w latach ubiegłych, ale już w 2014 roku będzie brakować prawie 5 mln ton o równowartości 40 mln EUR. PAK jest wytwórcą wysokoemisyjnym (1,17 t/MWh), tak więc ewentualny wzrost cen certyfikatów (efekt działań KE) będzie dla spółki bardziej dotkliwy niż dla konkurencji.
- **struktura właścicielska:** po ofercie ZE PAK może stać się w pełni spółką prywatną, co, w porównaniu do pozostałych przedstawicieli sektora może być atutem zarówno jeśli chodzi o elastyczność w zakresie planów inwestycyjnych, nacisk na procesy optymalizujące koszty, jak i szansę na pojawienie się atrakcyjnej oferty przejęcia kontroli.

Skonsolidowane wyniki finansowe Grupy PAK

	2009	2010	2011	2012P	2013P
Przychody	2698,1	2447,1	2689,1	2686,0	2677,0
EBITDA	1267,3	763,8	769,4	823,0	776,0
Zysk netto	687,5	334,8	317,0	396,0	305,0
Dług netto	1147,4	852,4	868,5	959,0	-
P/E	2,50	5,13	5,42	4,34	5,63
EV/EBITDA	2,11	3,50	3,48	3,25	3,45

Źródło: Prospekt emisyjny, PAP



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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

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

„Prywatny Makler”

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrolog, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alchemia, Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrolog, Magellan, Marka, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.