piątek, 19 maja 2017 | komentarz specjalny

PGE – warunkowa umowa nabycia EDF Polska

Rekomendacja: trzymaj| cena docelowa: 10,63 PLN | cena bieżąca: 11,36 PLN

PGE PW; PGE.WA | Energetyka, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

PGE poinformowała o podpisaniu warunkowej umowy nabycia EDF Polska (finalna umowa ma być zgodnie z wcześniejszym komunikatem podpisana do 26 lipca). Cena transakcji EV została ustalona na koniec grudnia 2016 na 4,51 mld PLN, ale po uwzględnieniu dodatkowych elementów (koszty odsetek i kapitały mniejszości w KGN) szacujemy ją na 5,5 mld PLN, co implikuje EV/EBITDA'2016 na poziomie 5,06x. Wskaźnik ten jest zbliżony do aktualnego mnożnika PGE (dla oczyszczonego strumienia EBITDA 2016 wynosi on 5,0x), co może być traktowane jako pozytywne zaskoczenie, gdyż nabywane aktywa kogeneracyjne jako biznes regulowany, są wyceniane na wyższych mnożnikach niż energetyka konwencjonalna (szacowaliśmy, że EV transakcji może sięgać 6 mld PLN). W prezentacji PGE zwraca uwagę na perspektywę rychłego wsparcia dla kogeneracji, nad którym intensywnie pracuje Ministerstwo Energii. Spółka na konferencji nie określiła precyzyjnie swoich intencji, co do zamrożonego projektu budowy nowego bloku węglowego w Rybniku. Podsumowując, samą transakcję oceniamy lekko pozytywnie (kwestia ceny), ale zwracamy uwagę na konieczność uwzględnienia mniejszości KGN w kalkulacji EV/EBITDA.

Kupowane aktywa

W ramach transakcji PGE przejmuje kontrolę nad aktywami o łącznej mocy 3,3 GWe i 4,4 GWt, które rocznie produkują 12,4 TWh energii elektrycznej i 32,8 PJ ciepła. Dodatkowo koncern przejmuje sieć ciepłowniczą o długości 390 km. W składa aktywów EDF Polska wchodzą: Elektrownia Rybnik (1,8 GW mocy uruchomione w latach 1972-78 z czego 900 MW modernizowane jest w celu wydłużenia żywotności do roku 2030), Kogeneracja (560 MWe i 1,4 GWt), EC Kraków (460 MWe), Elektrociepłownia Toruń (375 MWt, 2,2 MWe) oraz EDF Wybrzeże (elektrociepłownie w Gdańsku i Gdyni o mocy 332 MWe, 1,2 GWt). W efekcie tej akwizycji **moc zainstalowana energetyczna wzrośnie w Grupie PGE o 25%, a wolumen wytwarzania o 23%.** W przypadku ciepła dynamiki wyniosą odpowiednio 114% i 177%, co pozwoli PGE na osiągnięcie 15% udziału w rynku ciepła w Polsce.

Warunki finansowe transakcji

Cena transakcji (EV) ustalona na koniec grudnia 2016 została ustalona na **4,51 mld PLN**, z czego 2,45 mld PLN to wartość kapitałów, a 2,06 mld PLN to dług netto na koniec 2016 roku (w tym 1,68 mld PLN to dług to EDF, który w momencie transakcji trzeba będzie spłacić). **Dodatkowo** PGE będzie musiała spłacić pozostające do zapłaty na dzień zamknięcia **odsetki od zadłużenia wewnątrzgrupowego EDF w wysokości 40 mln USD** (około 152 mln PLN). Elementem rozliczenia transakcji są też **odsetki z tytułu osiągnięcia korzyści ekonomicznych** z działalności EDF Polska od stycznia 2017 roku (data ustalenia ceny), które maksymalnie wynieść **107 mln PLN** (w zależności od dnia finalizacji transakcji). Zwracamy uwagę, że w ramach akwizycji Spółka kupuje 50% akcji giełdowej Kogeneracji i dlatego w kalkulacji wartość EV całej transakcji należy uwzględnić przyszłą **wartość mniejszości w KGN, której aktualna rynkowa wartość wynosi 782 mln PLN** (PGE ma obowiązek ogłosić wezwanie do 66% KGN, ale będzie 100% EBITDA). Całkowity strumień EBITDA EDF Polska wygenerowany w roku 2016 to 1,1 mld PLN (nie znamy szczegółowego rozbicia tych rezultatów, tak więc trudno ocenić ich powtarzalność). Przy takich parametrach (EV skorygowane wg poniższej tabeli) **implikowany wskaźnik EV/EBITDA dla transakcji wynosi 5,06x** dla roku 2016. Spółka szacuje, że koszty dostosowania aktywów EDF Polska do BAT to około 600-700 mln PLN.

Perspektywa wsparcia regulacyjnego

Spółka bazując na ostatnich deklaracjach Ministerstwa Energii oczekuje **przedłużenia systemu wsparcia kogeneracji po roku 2018**. Aktualnie trwają też **prace koncepcyjne nad systemem aukcyjnym** (na wzór OZE) skierowanym do sektora ciepłowniczego, który ma stymulować zwiększanie udziału kogeneracji w wytwarzaniu ciepła w Polsce.

Plany dalszej konsolidacji rynku ciepła

Spółka dostrzega potencjał dalszego rozwoju w obszarze kogeneracji, również w mniejszych miejscowościach (przejmowanie aktywów od samorządów lub partnerstwo). Zidentyfikowała około **200 najbardziej atrakcyjnych obiektów w tym segmencie (1-50 MWt) wymagających gruntownej modernizacji, które mogłyby stać się obiektem zainteresowania PGE**. Koncern chce również rozwijać siec ciepłowniczą w Rybniku i dostrzega perspektywę wzrostu popytu na ciepło z lokalnej elektrowni (wyłączenia obecnej infrastruktury wytwórczej).

Wyniki EDF Polska i wartość transakcji przejęcia

(mln PLN)	2016
Przychody	4 850,0
EBITDA	**1 098,0**
w tym Kogeneracja	351,3
%	32%
Dług netto na koniec roku	2 060,0
Cena zakupu EDF Polska (EV)	**5 551,3**
wartość kapitałów	2 450,0
dług netto	2 060,0
odsetki od długu do EDF	152,0
max. koszty korzyści ekonomiczne 2017	107,0
wartość rynkowa mniejszości 50% w KGN	782,3
Implikowane EV/EBITDA	**5,06**

Źródło: PGE, EDF, Dom Maklerski 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
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

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 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 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.

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.

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.

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.

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. 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Atal, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfleiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., 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 mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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.

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.

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

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

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

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl