

wtorek, 29 maja 2018 | aktualizacja raportu

Energetyka

Polska, Czechy

Dlaczego warto rozważyć kupno WIG-Energia...

Ostatnia drastyczna przecena polskich spółek energetycznych w otoczeniu poprawy sentymentu do sektora utilities w Europie stanowi w naszej opinii okazję inwestycyjną. Przy wszystkich argumentach przemawiających przeciwko tej tezie (polityka, CO₂, toksyczne projekty, brak dywidend) zwracamy uwagę na kilka czynników, które przy obecnej niskiej kapitalizacji indeksu WIG-Energia, budują wartość opcji kupna ENA, ENG, PGE czy TPE: 1) perspektywa znacznej poprawy FCF w kolejnych 5 latach i zwiększenia komponentu equity w ramach EV; 2) coraz głośniejszy lobbing przeciwko projektowi atomowemu i brak jedności w Rządzie; 3) potencjał zaskoczeń w systemach wsparcia; 4) zaskakująco wysokie ceny energii i CDS szczególnie dla zintegrowanych i nowych bloków węglowych; 5) rosnące ceny zielonych certyfikatów; 6) perspektywa wyższego WACC w dystrybucji; 7) EV/EBITDA 20% poniżej 3-letniej średniej i 50% dyskonta do Stoxx Utilities; 8) silny bilans sektora (teoretyczny DYield 5% implikowałby wzrost DN zaledwie o 5%, tj. 0,1x EBITDA).

Surowce napędzają sentyment w Europie

Od lokalnego minimum ustanowionego w lutym, ceny energii na rynku niemieckim wzrosły już prawie o 30%, napędzane wzrostami cen węgla (+13%), gazu (+25%) i CO₂ (+60% na fali entuzjazmu po zatwierdzeniu reformy ETS). W efekcie mimo rosnących rentowności obligacji skarbowych, sentyment do sektora użyteczności publicznej jest bardzo dobry, a indeks branżowy wzrósł o 6% dystansując szeroki rynek o kilka punktów.

Polskie spółki pod ciężarem polityki...

Indeks WIG-Energia spadł YTD już o 25%, co jest pochodną kontrowersyjnych pomysłów resortu energii, które ignorują interesy akcjonariuszy mniejszościowych (projekt atomowy bez zwrotu na kapitale, oderwane od rynkowych realiów i trendów inwestycje w zgazowanie węgla czy blok w Ostrołęce). W efekcie sektor kompletnie stracił jakiegokolwiek profil inwestycyjny i stał się „trędownym” składnikiem portfeli, a w konsekwencji kursy nie reagują na dobre informacje, a złe dyskontują ze zdwojoną siłą.

...mimo sprzyjającego makro i poprawy perspektyw FCF

Tymczasem WIG-Energia mógłby być jednym z większych beneficjentów obecnego otoczenia makro (dynamiczny wzrost cen na TGE poprawia perspektywy wyników w zintegrowanym pionowo wytwarzaniu i to w okresie największych wzrostów nowych mocy, lepszych wyników można oczekiwać w OZE i dystrybucji). Nasze prognozy na przyszły rok plasują się 7% powyżej konsensusu, a nie uważamy aby były szczególnie agresywne w kontekście spotowych odczytów CDS. Dodatkowo, sektor kończy właśnie cykl inwestycyjny i znacząco poprawi profil przepływów (CFO-CAPEX w okresie 2014-17 wyniósł -8 mld PLN, a w latach 2018-22 sięgnie +11 mld PLN).

Czy systemy wsparcia zaskoczą in plus?

Jeszcze w ubiegłym roku rynek elektryzowały doniesienia o przygotowywanych systemach wsparcia dla sektora jak rynek mocy, nowy mechanizm wspierania kogeneracji czy nowa ustawa OZE. Obecnie oczekiwania dotyczące ich wpływu na sektor są już zawieszane bardzo nisko i rośnie szansa na pozytywne zaskoczenie. W czerwcu poznamy kluczowe parametry aukcji mocowych, które w naszym bazowym scenariuszu mogą przynieść 1,2 mld PLN dodatkowych środków rocznie. Szansą na wsparcie FCF branży są też przydziały darmowych uprawnień CO₂ na inwestycje w kolejnej dekadzie, których pula jest warta 4-5 mld EUR.

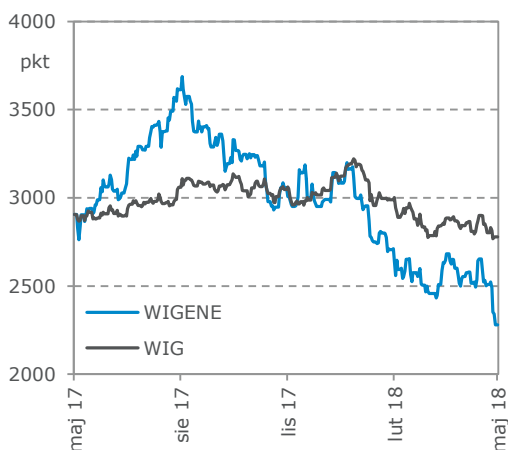
Spółka	P/E		P/CE		EV/EBITDA		P/BV
	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P	
CEZ	20,8	19,3	6,9	6,6	8,5	8,1	1,2
Enea	4,6	3,5	1,8	1,6	4,0	3,5	0,3
Energia	4,7	4,5	2,0	2,0	3,4	3,3	0,4
PGE	5,7	5,6	2,7	2,6	3,5	3,3	0,4
Tauron	2,7	3,3	1,2	1,2	3,8	4,3	0,2

WIG-Energia	2 305
WIG	58 330
P/E 2018P	7,7x
EV/EBITDA 2018P	4,7x

Rynek energii w Europie i w Polsce

Ceny energii w Europie są obecnie na wieloletnich szczytach za sprawą wzrostu cen uprawnień do emisji CO₂ i drożących surowców energetycznych. W Polsce te trendy są odwzorowywane i roczny kontrakt na dostawę energii przekroczył już poziom 210 PLN/MWh. Pozytywne tendencje w obszarze wytwarzania powinny generować rewizję konsensusu w górę, co w przypadku europejskich spółek zaczyna być już widoczne, choć należy pamiętać że ze względu na politykę zabezpieczeń, wyższe marże pojawiają się tam dopiero w 2020 roku.

Kurs WIG-Energia na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CEZ	458,38 CZK	449,51	sprzedaj	sprzedaj
Enea	12,62 PLN	11,78	kupuj	kupuj
Energia	15,58 PLN	14,91	kupuj	kupuj
PGE	13,60 PLN	12,89	kupuj	kupuj
Tauron	2,76 PLN	2,73	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CEZ	551,00 CZK	458,38	-16,8%
Enea	9,57 PLN	12,62	+31,9%
Energia	9,00 PLN	15,58	+73,1%
PGE	9,28 PLN	13,60	+46,6%
Tauron	2,01 PLN	2,76	+37,5%

Analityk:

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

wtorek, 29 maja 2018 | aktualizacja raportu

CEZ: sprzedaż (podtrzymana)

CEZ PW; CEZ.WA | Energetyka, Czechy

Wysoka premia do sektora, ryzyko zignorowane

Kurs CEZ idealnie odwzorowywał w ostatnich tygodniach wzrosty cen energii, co wpisuje się w historyczną korelację. Niemniej jednak uważamy, że aktualna wycena koncernu powinna skłaniać do realizacji zysków (rekordowa premia do indeksu branżowego). Zwracamy uwagę, że aktualnie ponad 40% produkcji CEZ pochodzi z wysoko emisyjnych elektrowni na węgiel brunatny i spółka tylko w ograniczonej części korzysta na ostatniej zwyżce cen prądu napędzanej rosnącym kosztem uprawnień CO₂ (korzystniejszy dla rentowności był wcześniejszy wzrost związany z kosztami węgla). Przypominamy, że na spółce nadal ciąży ryzyko projektu atomowego, który rynek zdaje się już wymazał z pamięci, a który w negatywnym scenariuszu nie tylko odcisnąłby się na kapitalizacji ujemnym NPV (-13% za każdy 1 GW bez wsparcia), ale z pewnością stałby się pretekstem do obniżenia wskaźników wyceny w związku z zainfekowaniem aktualnego profilu inwestycyjnego CEZ. Uwzględniając nowe założenia makro nieznacznie podnosimy naszą wycenę do 458,38 CZK, ale utrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Poprawa wyników wytwarzania już w konsensusie

W tym roku średni poziom ceny sprzedaży energii z wytwarzania powinien wynieść 32 EUR/MWh, a w roku 2020 ma szansę wzrosnąć do 39 EUR/MWh (biorąc pod uwagę aktualny hedging). Po uwzględnieniu wzrostu kosztów CO₂ (ceny i braku darmowych uprawnień), implikuje to modelowy wzrost EBITDA segmentu o 4 mld CZK (przy założeniu braku zmiany spreadu na węglu kamiennym), co znajduje już z nawiązką odzwierciedlenie w rynkowym konsensusie (+5 mld CZK).

Ryzyko projektu atomowego zignorowane

Jeszcze rok temu projekt atomowy był traktowany jako główne ryzyko dla akcjonariuszy mniejszościowych i choć nadal nie znamy ostatecznych rozstrzygnięć w sprawie modelu jego realizacji to rynek już zapomniał, jak może on zainfekować profil inwestycyjny, a nawet zaczął pozytywnie dyskontować pomysł podziału koncernu. Jest to tym bardziej dziwne w kontekście ostatnich wypowiedzi ministra przemysłu na temat długo- i krótkoterminowej strategii inwestorów i jego dywagacji dotyczących wpływu tego projektu na dywidendę oraz wartość akcji. Tymczasem jeśli założymy, że spółka musiałaby prowadzić inwestycję w oparciu o własny bilans bez wsparcia to każdy 1 GW mocy oznaczałby ubytek 35 mld CZK wartości, czyli 13% aktualnej kapitalizacji, a wstępne plany mówią o 2 takich jednostkach.

Premia do Stoxx Utilities nieuzasadniona

Aktualnie czeski koncern notowany jest już z 15% premią na EV/EBITDA do indeksu Stoxx Utilities, podczas gdy historycznie te wskaźniki były zbliżone. Taka relacja może tym bardziej dziwić, że w perspektywie kolejnych lat wysokość płaconej dywidendy nie będzie już tak atrakcyjna, ani na tle grupy porównawczej (średnio za ostatnie 3-lata odchylenie wynosiło 30%, a teraz DYield 12M FWD plasuje się nawet nieco poniżej konkurencji), ani w relacji do stopy wolnej od ryzyka (premia do obligacji 10-letnich spadła ze średniej 5% do prawie 2%).

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	203 744	201 906	205 271	214 120	228 091
EBITDA	58 206	55 155	52 548	55 139	58 313
marża EBITDA	28,6%	27,3%	25,6%	25,8%	25,6%
EBIT	26 114	25 620	23 859	25 601	29 030
Zysk netto	14 281	18 765	14 251	15 324	17 207
P/E	20,8	15,8	20,8	19,3	17,2
P/CE	6,4	6,1	6,9	6,6	6,4
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,6	8,0	8,5	8,1	7,7
DPS	40,0	33,0	33,0	26,5	28,5
DYield	7,2%	5,9%	6,0%	4,8%	5,2%

Cena bieżąca	551,00 CZK
Cena docelowa	458,38 CZK
Kapitalizacja	296,43 mld CZK
Free float	89,58 mld CZK
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	367,21 mln CZK

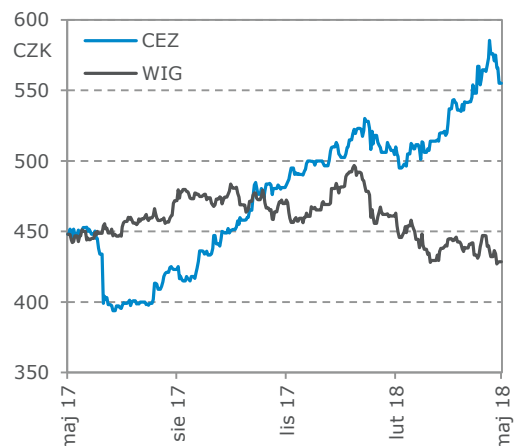
Struktura akcjonariatu

Republika Czeska	69,78%
Pozostali akcjonariusze	30,22%

Profil spółki

CEZ jest największym producentem energii w Czechach (58,4 TWh i 67% rynku) i największym jej dystrybutorem (65% rynku) i sprzedawcą (29% rynku). Posiada także aktywa produkcyjne w Polsce oraz prowadzi działalność dystrybucyjną w Bułgarii (28% rynku) i Rumunii (12% rynku), gdzie uruchomiła również 2 duże farmy wiatrowe. Poprzez akwizycję spółka zbudowała ekspozycję na rynek turecki (3% udział w dystrybucji energii). W ostatnim czasie CEZ rozwija także swoją obecność w Europie Zachodniej w obszarze OZE (projekty wiatrowe w Niemczech i Francji).

Kurs akcji CEZ na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CEZ	458,38 CZK	449,51	sprzedaż	sprzedaż

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CEZ	551,00 CZK	458,38	-16,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
EBITDA	-2,2%	-0,1%	+2,1%
Zysk netto	-1,2%	+0,7%	+11,0%
Energia (EUR/MWh)	+14,8%	+14,5%	+7,9%
EUR/CZK	+0,0%	+0,0%	+0,0%
CO ₂ (EUR/t)	+40,0%	+38,5%	+36,9%

Analityk:

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

wtorek, 29 maja 2018 | aktualizacja raportu

Enea: kupuj (podtrzymana)

ENA PW; ENAE.WA | Energetyka, Polska

Ceny węgla i energii windują prognozy na 2019

Enea jest wyceniana na poziomie 3,8x EV/EBITDA'18-20, co podobnie jak w innych polskich spółkach energetycznych jest przede wszystkim pochodną zniszczonego profilu inwestycyjnego, zarówno przez planowane toksyczne dla wartości koncernu inwestycje (spółka praktycznie nie stara się nawet przekonać inwestorów, że będą rentowne), jak i mało zrozumiałe decyzje ws. dywidendy (Zarząd przestaje płacić dywidendę akurat w momencie zakończenia dużych nakładów na blok nr 11 i to przy relatywnie niskim poziomie zadłużenia). Jeśli chodzi o perspektywę wyników i FCF to w naszej opinii wygląda ona bardzo obiecująco, a konsensus na 2019 rok powinien być zrewidowany o 10%. Może to stanowić podstawę do ewentualnej zmiany nastawienia inwestorów do Enei, szczególnie że wkrótce nadejdzie moment weryfikacji populistycznych zamierzeń z rzeczywistością (aukcje mocowe, finansowanie Ostrołęki). Utrzymujemy rekomendację kupuj, podnosząc cenę docelową do 12,62 PLN na bardziej optymistycznych założeniach cen energii.

Najlepsza ekspozycja na ceny węgla i energii

Enea ze swoją flotą wytwórczą powinna zdecydowanie bardziej od lokalnej konkurencji korzystać na obecnych trendach makro. Z jednej strony posiada kopalnię z najniższymi w kraju kosztami jednostkowymi, która powinna poprawiać EBITDA koncernu o 150-200 mln PLN przy każdej podwyżce cen paliwa o 1 PLN/GJ. Z drugiej, rozpoczęła eksploatację bloku 1000 MW o emisji CO₂ poniżej 0,7 t/MWh, co przy pełnym odwzorowaniu kosztów emisji w cenie energii oznacza dodatni wpływ na EBITDA rzędu 50 mln PLN na każde 5 EUR/t podwyżki cen uprawnień, nie licząc relatywnych oszczędności na węglu w stosunku do krańcowej elektrowni zamykającej stos cenowy.

Perspektywa dodatnich FCF

Spółka zakończyła właśnie inwestycję w blok nr 11, a z większych wydatków w wytwarzaniu pozostały do poniesienia tylko środowiskowe dostosowania bloków klasy 500 MW i modernizacja bloku nr 5 w Połańcu. Nawet z uwzględnianiem przez nas finansowaniem 50% budowy nowej „Ostrołęki”, perspektywa FCF wygląda bardzo obiecująco (FCF 2018-22 to 0,5 mld PLN przy DN/EBITDA 2,2x na koniec 2018 r.). Zwracamy uwagę, że te kalkulacje zakładają konserwatywnie wyższy poziom CAPEX niż spółka zapowiedziała w swojej strategii (21 mld PLN bez Ostrołęki vs 18,4 mld PLN).

Co z „toksycznymi” projektami?

Kurs Enei jest zainfekowany przez dwa deficytowe projekty inwestycyjne, a mianowicie elektrownię Ostrołęka C i zgazowanie węgla przy kopalni w Bogdanie. O ile pierwszy z nich uwzględniamy w modelu z ujemnym NPV na -0,53 mld PLN (ewentualna rezygnacja z projektu zwiększyłaby wycenę o około 0,3 mld PLN z uwagi na już poniesione i planowane do końca roku nakłady przygotowawcze), to drugi traktujemy jako przedsięwzięcie mało realne nawet przy dość „luźnym” podejściu Resortu energii do analizy opłacalności inwestycji. Kluczowym parametrem decydującym o opłacalności takiego projektu jest różnica w koszcie produkcji energii z węgla i gazu, a ta jest bardzo daleka od poziomów break-even (7 EUR vs wymagane 30 EUR, które nie było osiągnięte nawet w ekstremach rynkowych z roku 2013).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	11 255,7	11 405,7	12 232,3	14 265,3	13 951,4
EBITDA	2 327,8	2 683,6	2 845,4	3 290,0	2 984,1
marża EBITDA	20,7%	23,5%	23,3%	23,1%	21,4%
EBIT	1 119,3	1 487,7	1 431,4	1 834,3	1 509,1
Zysk netto	784,4	1 070,2	919,2	1 190,3	945,8
P/E	5,4	3,9	4,6	3,5	4,5
P/CE	2,1	1,9	1,8	1,6	1,7
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,1	4,0	4,0	3,5	3,9
DPS	0,00	0,28	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	9,57 PLN
Cena docelowa	12,62 PLN
Kapitalizacja	4,22 mld PLN
Free float	2,05 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	12,35 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	51,50%
TFI PZU	9,96%
Pozostali akcjonariusze	38,54%

Profil spółki

Enea jest jedną z największych zintegrowanych polskich grup energetycznych, a jej udział w rynku dystrybucji sięga 14% (spółka obsługuje 2,3 mln klientów). W skład Grupy wchodzi Elektrownia Kozienice (3,88 GW), przejęta w roku ubiegłym elektrownia Połaniec (1,9 GW) oraz EC Białystok. Koncern kontroluje również kopalnię LW Bogdanka o rocznej produkcji przekraczającej 9 mln ton węgla.

Kurs akcji ENA na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Enea	12,62 PLN	11,78	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Enea	9,57 PLN	12,62	+31,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
EBITDA	-3,3%	+11,1%	+7,9%
Zysk netto	-6,0%	+27,6%	+24,9%
Energia (EUR/MWh)	+1,5%	+19,2%	+17,4%
Węgiel (PLN/t)	+2,5%	+5,9%	+4,5%
CO ₂ (EUR/t)	+40,0%	+38,5%	+36,9%

Analitik:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl

wtorek, 29 maja 2018 | aktualizacja raportu

Energa: kupuj (podtrzymana)

ENG PW; ENGP.WA | Energetyka, Polska

Niezrozumiałe dyskonto do WIG-Energia

EBITDA Energi, nawet po uruchomieniu Ostrołęki C, będzie w 90% oparta na segmencie dystrybucji i OZE, a udział konwencjonalnego wytwarzania na węglu w całkowitych nakładach inwestycyjnych w okresie 2018-25 to zaledwie 20-25%. Taki profil inwestycyjny przy obecnej globalnej awersji do węgla i rosnącym ryzyku drożającego CO₂ teoretycznie zasługuje na premię, tymczasem Energa (3,4x EV/EBITDA) jest wyceniana z dyskontem nawet do lokalnych, nieporównywalnie bardziej węglowych, konkurentów. Zwracamy uwagę, że spółka korzysta obecnie na dynamicznych wzrostach cen energii i zielonych certyfikatów (portfel OZE), a rosnące rynkowe stopy procentowe mogą wpłynąć na przyszły zwrot w dystrybucji. Wskaźnik zadłużenia netto na koniec tego roku to zaledwie 1,7x EBITDA, co dobrze obrazuje potencjał dywidendowy w scenariuszu powrotu do wypłat (zapewnienie DYield 10% miałoby marginalny wpływ na DN/EBITDA). Podtrzymujemy rekomendację kupuj, podnosząc cenę docelową do 15,58 PLN na akcję.

Wycena SOTP – wytwarzanie warte -5 mld PLN?

W naszej opinii dobrym miernikiem skali niedowartościowania aktywów Energi jest wycena sumą części. Jeśli z aktualnej wartości firmy odejmiemy RAB dystrybucji i segment obrotu przy wskaźniku 5,0x EV/EBITDA to zostaje -5 mld PLN przyłożone do działalności wytwórczej spółki (elektrownia szczytowa w Ostrołęce i OZE o potencjale 1,5 TWh), która aktualnie generuje ponad 0,3 mld PLN EBITDA w skali roku. Tą dużą ujemną wartość trudno wytłumaczyć ujemnym NPV na Ostrołęce C (-0,5 mld PLN naszym zdaniem) i nawet potencjalną przegraną w sporach z farmami wiatrowymi. Wygenerowanie tak dużej straty na jakichś innych nieznanach obecnie projektach jest nierealne z uwagi na ograniczenia bilansowe (spółka nie byłaby w stanie nawet zaciągnąć tyle długu).

Źródła OZE skorzystają na makro

Energa jest operatorem 0,4 GW mocy OZE (1,5 TWh produkcji z czego 0,7 TWh ze wsparciem) i dużej elektrowni szczytowo-pompowej, co oznacza że powinna być beneficjentem obserwowanych dynamicznych wzrostów cen energii i zielonych certyfikatów. Teoretyczny wzrost przychodu z tych źródeł przy obecnych warunkach makro powinien sięgnąć ponad 80 mln PLN w skali roku, co stanowi prawie 4% skonsolidowanego strumienia EBITDA.

Spór z farmami wiatrowymi – jakie scenariusze?

Spółka wypowiedziała 22 umowy z farmami o łącznych mocach 530 MW, a korzyść z ich unieważnienia szacowała przy cenie zielonych certyfikatów na 2,1 mld PLN. Ostatnio poinformowała o ugodzie z operatorem farm o mocy 48 MW. Jeśli przyjmujemy nawet, że w pozostałych sprawach zapadną wyroki negatywne dla Energi (konserwatywne założenie biorąc pod uwagę negocjacje ugodowe z mocami na 210 MW) to całkowitą ujemną marżę na odkupie certyfikatów po cenach umownych przy aktualnych notowaniach można by szacować na 1,4 mld PLN (wartość bieżąca tych przepływów wyniosłaby 1 mld PLN, czyli 26% kapitalizacji spółki), co warto mieć na uwadze w kontekście przedstawionych wyżej kalkulacji SOTP.

(mIn PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	10 181,0	10 534,0	11 286,9	12 428,2	12 370,4
EBITDA	2 027,0	2 160,0	2 268,0	2 360,4	2 362,2
marża EBITDA	19,9%	20,5%	20,1%	19,0%	19,1%
EBIT	487,0	1 210,0	1 248,9	1 288,4	1 295,8
Zysk netto	151,0	773,0	799,9	828,2	805,5
P/E	24,7	4,8	4,7	4,5	4,6
P/CE	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,2	3,6	3,4	3,3	3,4
DPS	0,49	0,19	0,00	0,00	0,00
DYield	5,4%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	9,00 PLN
Cena docelowa	15,58 PLN
Kapitalizacja	3,73 mld PLN
Free float	1,81 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	16,26 mln PLN

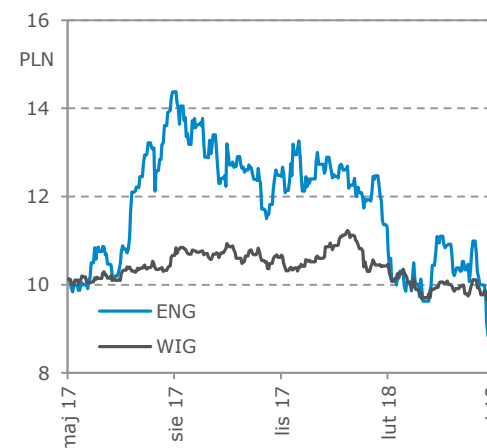
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	51,52%
Pozostali akcjonariusze	48,48%

Profil spółki

Grupa Energa jest jedną z czterech największych pionowo zintegrowanych grup energetycznych w Polsce. Energa jest trzecim największym operatorem systemu dystrybucyjnego (22,1 TWh w 2017 roku) i trzecim największym sprzedawcą energii (16% rynku). Produkcja energii z własnych źródeł w 2017 roku sięgnęła około 4,3 TWh, z czego prawie 36% pochodziło z OZE.

Kurs akcji ENG na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Energa	15,58 PLN	14,91	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Energa	9,00 PLN	15,58	+73,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
EBITDA	-1,6%	+0,5%	+3,7%
Zysk netto	-3,3%	+1,5%	+10,2%
Energia (EUR/MWh)	+1,5%	+19,2%	+17,4%
Węgiel (PLN/t)	+2,5%	+5,9%	+4,5%
CO ₂ (EUR/t)	+40,0%	+38,5%	+36,9%

Analityk:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl

wtorek, 29 maja 2018 | aktualizacja raportu

PGE: kupuj (podtrzymana)

PGE PW; PGE.WA | Energetyka, Polska

Perspektywa wysokich przepływów pieniężnych

W ostatnich miesiącach pojawiło się sporo informacji, które teoretycznie powinny wspierać kurs PGE (perspektywa rozwodnienia udziałów w projekcie jądrowym, deklaracja inwestycji w morskie farmy wiatrowe, wezwanie na Polenergię, mocniejsze wejście w kogenerację w oparciu o nowy system wsparcia, czy wzrost cen energii na TGE z nawiązką kompensujący wyższe koszty CO₂). Tymczasem notowania testują historyczne minima i to w momencie kiedy odwraca się profil przepływów pieniężnych (zakończenie kilkuletniego cyklu capex), a na horyzoncie klaruje się pozytywna rewizja konsensusu EBITDA. W przeddzień krystalizacji poziomu wsparcia z rynku mocy (przy bardzo nisko zawieszonych oczekiwaniach) stanowi to naszym zdaniem bardzo ciekawą opcję inwestycyjną. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, podnosząc cenę docelową do 13,60 PLN na akcję.

Otoczenie makro wesprze wyniki wytwarzania

Jednym z czynników, który stoi za wyprzedzającą akcją PGE w ostatnich miesiącach jest skokowy wzrost cen CO₂. PGE ze swoją węglową flotą wytwórczą jest rzeczywiście narażona na wyższe koszty uprawnień, ale fakty są takie, że ceny energii w Polsce w 100% odwzorowują póki co notowania CO₂. Clean dark spread dla bloków na węgiel brunatny utrzymuje się na średnim poziomie z ostatnich 2 lat, a dla zintegrowanych elektrowni na węgiel kamienny nawet nieznacznie wzrósł, nie wspominając o efektywnych blokach, które wkrótce wejdą do eksploatacji. W kontekście wyników 2019 nie można zapominać, że na PGE otrzyma jeszcze 10 mln ton darmowych uprawnień i znacznie poprawi rentowność na portfelu OZE.

Strategiczny zwrot w kierunku OZE, gazu i kogeneracji?

W ciągu ostatnich miesięcy Zarząd PGE podjął kilka strategicznych decyzji, które sygnalizują średnioterminowy zwrot w polityce inwestycyjnej koncernu. Mocniejsze wejście w regulowany segment ciepłownictwa (przejęcie aktywów EDF, planowane inwestycje w nowe źródła w oparciu o nowy system wsparcia), odmrożenie projektu morskich farm wiatrowych, wezwanie na Polenergię i zgłoszenie do rynku mocy 3 bloków gazowych przełożą się zarówno na zwiększenie udziału regulowanej działalności w EBITDA, jak i zredukowanie bardzo wysokiej obecnie zależności Spółki od węgla i cen uprawnień do emisji. W połączeniu z zabezpieczeniem rentowności floty konwencjonalnej rynkiem mocy na kolejne 10 lat, stworzy to podstawy pod interesujący profil inwestycyjny.

Najwyższy FCF w sektorze

PGE kończy właśnie ogromny program inwestycyjny w energetyce konwencjonalnej (nowe bloki plus kompleksowa modernizacja istniejących), który pochłonie w latach 2014-19 łącznie ponad 25 mld PLN. W kolejnych 5 latach oczekujemy znacznego spadku wydatków (średniorocznie 4 mld PLN vs. dotychczasowe 7 mld PLN), a co za tym idzie znacznej poprawy profilu FCF. Szacujemy, że w latach 2019-22 wskaźnik FCF/EV średnio wyniesie prawie 11%, co przy aktualnym niskim zadłużeniu (1,0x DN/EBITDA) daje wystarczające podstawy do przywrócenia polityki dywidendowej.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	28 092,0	23 100,0	26 025,1	31 767,3	32 647,9
EBITDA	7 376,0	7 650,0	7 509,4	7 919,0	7 872,9
marża EBITDA	26,3%	33,1%	28,9%	24,9%	24,1%
EBIT	3 512,0	3 620,0	4 132,1	4 321,9	3 996,0
Zysk netto	2 568,0	2 660,0	3 056,2	3 125,7	2 873,8
P/E	6,8	6,5	5,7	5,6	6,0
P/CE	2,7	2,6	2,7	2,6	2,6
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,0	3,4	3,5	3,3	3,2
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,42
DYield	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	4,5%

Cena bieżąca	9,28 PLN
Cena docelowa	13,60 PLN
Kapitalizacja	17,35 mld PLN
Free float	7,39 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	44,17 mln PLN

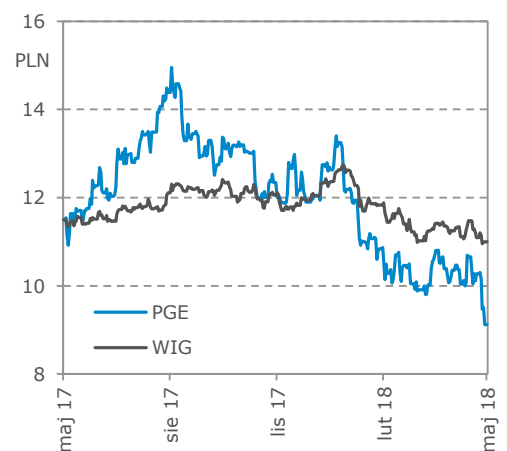
Struktura akcjonariatu

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 16 GW i rocznej produkcji na poziomie 69 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 (40,4 TWh).

Kurs akcji PGE na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PGE	13,60 PLN	12,89	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PGE	9,28 PLN	13,60	+46,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
EBITDA	+1,3%	+9,2%	+10,3%
Zysk netto	+2,6%	+21,1%	+26,6%
Energia (EUR/MWh)	+1,5%	+19,2%	+17,4%
Węgiel (PLN/t)	+2,5%	+5,9%	+4,5%
CO ₂ (EUR/t)	+40,0%	+38,5%	+36,9%

Analityk:

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

wtorek, 29 maja 2018 | aktualizacja raportu

Tauron: kupuj (podwyższona)

TPE PW; TPE.WA | Energetyka, Polska

90% EBITDA to biznes regulowany

Ani zaskakująco dobre wyniki 1Q'18, ani komunikat ministra o „zwolnieniu” z obowiązku uczestnictwa w projekcie atomowym nie były w stanie odwrócić w ostatnich miesiącach negatywnego trendu na kursie Spółki. Wpisuje się to oczywiście w sentyment do całego sektora, ale wydaje się, że akurat właśnie teraz, paradoksalnie przy rekordowo niskim kursie, odwieczne spekulacje o złamaniu kowenantów są najmniej uzasadnione (koniec cyklu capex, coraz wyraźniejsza perspektywa dodatnich FCF), a realny staje się scenariusz przywrócenia polityki dywidendowej, choć to oczywiście będzie zależało od polityków. Jeśli Tauron wykorzysta tegoroczne aukcje mocowe do solidnej restrukturyzacji portfela wytwórczego, to przy obecnej kompozycji EBITDA (90% to dystrybucja, ciepło, OZE i obrót) ma szansę odzyskać atrakcyjny profil inwestycyjny. Po ostatnich spadkach kursu podnosimy rekomendację do kupuj, nieznacznie zwiększając cenę docelową do 2,76 PLN na akcję.

Solidny FCF od 2020 roku

Tauron zwiększał swoje zadłużenie systematycznie przez ostatnie 8 lat i ten trend potrwa prawdopodobnie jeszcze do przyszłego roku, w którym wskaźnik DN/EBITDA osiągnie poziom 3,3x. Po zakończeniu inwestycji w Jaworznie Spółka powinna jednak zacząć generować solidne przepływy pieniężne netto (~1 mld PLN rocznie), które pozwolą na zmniejszenie dźwigni finansowej. Ta perspektywa powinna poprawiać sentyment do koncernu, szczególnie że ponad 90% strumienia EBITDA będzie pochodziło wówczas z działalności regulowanej (dystrybucja, ciepło) lub nieobciążonej strukturalnymi ryzykami (obróć).

Rynek mocy okazją do uporządkowania portfela elektrowni

Tauron dysponuje relatywnie dużym (5 GW), ale też bardzo nisko rentownym portfelem mocy wytwórczych (zintegrowana marża 21 PLN/MWh vs. średnia w sektorze na poziomie 60 PLN/MWh). Dotychczas restrukturyzacja tej floty była ograniczona zarówno ze względu na oczekiwania PSE jak i kwestie społeczno-polityczne. Wydaje się, że tegoroczne aukcje rynku mocy mogą pomóc podjąć strategiczne decyzje o wyłączeniu części nierentownych jednostek, których modernizacja w kontekście zaostrzających się norm środowiskowych będzie nieracjonalna. Pozwoliłoby to nie tylko poprawić efektywność segmentu, ale również przyniosłoby oszczędności po stronie inwestycji.

Segment obrotu może być pod presją

EBITDA segmentu handlowego stanowi w Tauronie około 17%. W ostatnich latach rentowności sprzyjały negatywne trendy na rynku energii (Tauron ma krótką pozycję na portfelu) i spadki cen zielonych certyfikatów. Oczekujemy, że przyszły rok może być dużo trudniejszy, zarówno ze względu na odwrócenie tendencji na świadectwach pochodzenia, jak i skokowy wzrost cen energii oraz spreadów szczytowych. Może to szczególnie ciążyć na marżach w taryfie G, gdzie URE zapewne będzie chciał zamortyzować wzrost rachunków. Szacujemy, że każde 10 PLN/MWh nieprzeniesione w cenniku, może konsumować nawet 100 mln PLN EBITDA Tauronu.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	17 646,5	17 416,0	18 028,9	19 771,1	19 861,9
EBITDA	3 336,8	3 545,3	3 665,4	3 514,6	3 811,2
marża EBITDA	18,9%	20,4%	20,3%	17,8%	19,2%
EBIT	801,5	1 806,3	1 938,0	1 681,3	1 811,8
Zysk netto	367,5	1 380,7	1 325,2	1 059,7	1 135,0
P/E	9,6	2,6	2,7	3,3	3,1
P/CE	1,2	1,1	1,2	1,2	1,1
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,6	3,5	3,8	4,3	3,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	2,01 PLN
Cena docelowa	2,76 PLN
Kapitalizacja	3,52 mld PLN
Free float	2,10 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	26,27 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	30,06%
KGHM	10,39%
NN OFE	5,60%

Pozostali akcjonariusze 53,95%

Profil spółki

Tauron to drugi pod względem wielkości zintegrowany koncern energetyczny w Polsce z potencjałem wytwórczym na poziomie 5,0 GW i wydobywaniem węgla rzędu 6-7 mln ton rocznie. Koncern jest drugim, największym sprzedawcą detalicznym w Polsce i dostarcza klientom końcowym prawie 35 TWh energii elektrycznej w skali roku. Spółka posiada także infrastrukturę dystrybucyjną, poprzez którą w 2017 roku przesłano ponad 51 TWh energii.

Kurs akcji TPE na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Tauron	2,76 PLN	2,73	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Tauron	2,01 PLN	2,76	+37,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
EBITDA	+8,3%	+2,7%	+6,7%
Zysk netto	+14,6%	+2,7%	+14,9%
Energia (EUR/MWh)	+1,5%	+19,2%	+17,4%
Węgiel (PLN/t)	+2,5%	+5,9%	+4,5%
CO ₂ (EUR/t)	+40,0%	+38,5%	+36,9%

Analitik:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 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. 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 stanowił 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.

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 opracowania oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek Enea, Energa i Tauron.

mBank S.A. pełni funkcję sponsora emisji dla spółek Enea i PGE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich ze spółką Enea.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi bankowe od spółek Enea, Energa, PGE i Tauron.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 29 maja 2018 o godzinie 08:34.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 maja 2018 o godzinie 08:34.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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.

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 CEZ wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	449,51	449,51	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01
kurs z dnia rekomendacji	567,00	519,50	495,00	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00	399,00

Rekomendacje dotyczące spółki Enea wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	11,78	12,11	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23	12,60
kurs z dnia rekomendacji	9,10	10,36	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14

Rekomendacje dotyczące spółki Energa wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20	10,71
kurs z dnia rekomendacji	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65	10,87

Rekomendacje dotyczące spółki PGE wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	12,89	12,61	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46	14,46
kurs z dnia rekomendacji	9,81	10,28	11,87	11,93	13,30	14,27	13,29	12,29

Rekomendacje dotyczące spółki Tauron wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	2,73	2,98	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67
kurs z dnia rekomendacji	2,38	2,69	3,08	3,10	3,75	3,92	3,65

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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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