



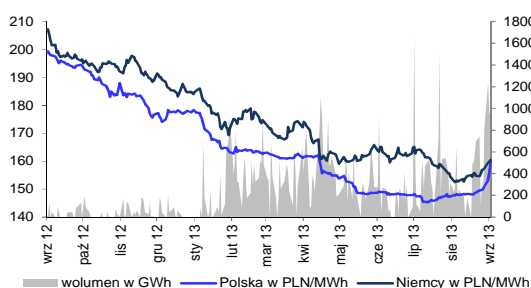
## Energetyka

Polska, Czechy

**P/E'13** 6,5  
**EV/EBITDA'13** 3,6  
**WIG Energia** 3391,2

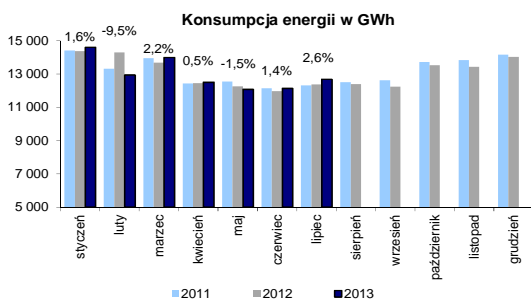
	Cena docelowa	Rekomendacja
CEZ	89,67	Trzymaj
ENEA	17,22	Kupuj
PGE	16,66	Trzymaj
TAURON	5,94	Kupuj

### Ceny energii w Polsce i w Niemczech (kontrakt 1Y)



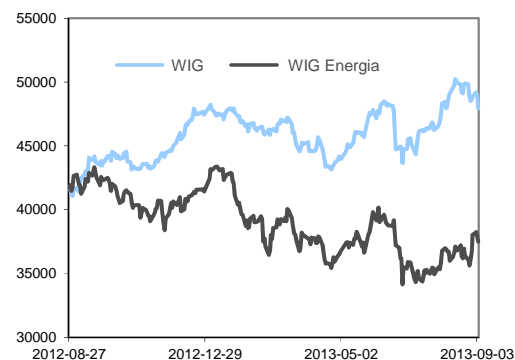
Źródło: Bloomberg, TGE

### Konsumpcja energii w Polsce



Źródło: PSE

### Indeks WIG Energia na tle WIG



### Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Energetyka

## Ceny energii zaczynają odbijać

Od dłuższego czasu sentyment na rynku energii stale się pogarszał i popularne były katastroficzne wizje mówiące o braku perspektyw wzrostu cen w średnim terminie. Tymczasem w ostatnich dniach zanotowaliśmy dość mocne odbicie notowań, które może potwierdzać naszą tezę, iż to dynamika produkcji przemysłowej będzie determinować poziom cen w Polsce. Trudno bowiem tłumaczyć obniżenie krzywej terminowej, a konkretnie marż wytwórców (po uwzględnieniu spadku cen węgla i CO<sub>2</sub>) na przestrzeni roku 2012 i 2013 tylko na podstawie „merit order” w sytuacji gdy udział produkcji z węgla kamiennego zamykającego stos cenowy nie tylko nie spadł r/r, ale nawet nieznacznie wzrósł. Jeśli te tendencje będą kontynuowane to nastawienie inwestorów do spółek z sektora może się istotnie zmienić, szczególnie że ceny prądu oddziałują nie tylko na bieżące zyski (tutaj największa wrażliwość w PAK, PGE i Tauron), ale również na szacowane NPV z nowych projektów (Enea, Tauron), które dziś rynek kalkuluje w oparciu o bieżące notowania kontraktów.

### Odbicie na rynku energii

Ceny energii na TGE w kontraktach na rok 2014 wzrosły w ostatnich dniach dość dynamicznie do 159 PLN/MWh i znajdują się już 10% powyżej minimum zanotowanego w lipcu. Pozytywne tendencje, choć o mniejszej skali, pojawiły się również na europejskiej giełdzie EEX (kontrakt roczny wzrósł do 37,5 EUR/MWh, czyli o 3% od sierpniowego dołka) mimo braku analogicznych ruchów na rynku węgla czy CO<sub>2</sub>, co oznacza wzrost marży. W naszej opinii poprawa nastrojów na rynku energii w końcu następuje dzięki perspektywie rosnących dynamik produkcji przemysłowej i poprawy bilansu podaży-popytu. Aktualnie na rok 2014 zakontraktowano około 40% energii po średniej cenie 157,7 PLN/MWh, więc wygląda na to, że nasze modelowe założenia na poziomie 159 PLN/MWh są bezpieczne i katastroficzne scenariusze się nie zrealizują.

### Ekspozycja koncernów na ceny prądu

Skala wpływu potencjalnych odchyłek w cenach energii od rynkowego konsensusu będzie w poszczególnych spółkach zależać nie tylko od skali wytwarzania, ale także stopnia integracji pionowej (produkcja na bazie własnego paliwa) oraz otrzymywanego w tym roku wsparcia z tytułu KDT, które w razie wzrostów cen obniży się. Według naszych szacunków, każdy wzrost realizowanych cen energii o 10 PLN/MWh przy adekwatnej korekcie KDT-ów i pozostałych parametrach (CO<sub>2</sub>, węgiel, biomasa) niezmiennych (skrajnie pozytywny scenariusz) poprawia zyski 2014 roku: Enei o 20%, PGE o 12%, Tauronu o 18%, a ZE PAK o 34%. W przypadku pełnego zneutralizowania wzrostu cen energii przez koszty kupowanego z zewnątrz węgla kamiennego czy biomasy (skrajnie negatywny scenariusz) wpływ wyglądałby następująco: Enea +1%, PGE +14%, Tauron +8% i ZE PAK +34%. W przypadku CEZ kalkulacja jest nieco bardziej skomplikowana z uwagi na politykę zabezpieczeń i fakt rozwodnienia bieżących zmian w krzywej terminowej, ale pomijając hedging w skrajnie negatywnym scenariuszu roczny zysk koncernu w przypadku wzrostu cen energii o równowartość 10 PLN/MWh mógłby zwiększyć się o około 11%.

	P/E		P/CE		EV/EBITDA*		P/BV
	2013P	2014P	2013P	2014P	2013P	2014P	2012
CEZ	6,0	6,9	3,5	3,7	5,3	5,6	0,93
ENEA	7,0	12,0	3,6	4,4	2,6	3,2	0,56
PGE	7,9	11,6	4,5	5,5	3,8	4,7	0,75
TAURON	5,2	8,5	2,4	2,9	3,3	3,9	0,47
ZE PAK**	6,3	10,3	2,5	2,9	3,3	3,9	0,38

\*wskaźniki liczone dla skorygowanego długu netto na koniec 2012 roku

\*\*źródło Bloomberg



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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
Wicedyrektor  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64  
[pawel.szpigiel@dibre.com.pl](mailto:pawel.szpigiel@dibre.com.pl)  
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

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

**Maklerzy:**

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

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16  
[szymon.kubka@dibre.com.pl](mailto:szymon.kubka@dibre.com.pl)

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25  
[anna.lagowska@dibre.com.pl](mailto:anna.lagowska@dibre.com.pl)

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

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76  
[adam.mizera@dibre.com.pl](mailto:adam.mizera@dibre.com.pl)

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgową

**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 księgową) - 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 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.

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.

Komentarz nie został przekazany do spółek przed jego publikacją.

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 Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Ergoaparatúra, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin 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, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

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

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

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP 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.