

poniedziałek, 12 stycznia 2015 | komentarz specjalny

Konsolidacja energetyki – spekulacje

Energetyka, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Jeszcze w styczniu powinniśmy poznać założenia dotyczące strategii konsolidacji polskiego sektora energetycznego, którą przygotowuje MSP. Ostatnie spekulacje wskazują na połączenie PGE z Energa oraz Tauronu z Eneą i dlatego przeprowadziliśmy analizę wpływu takiego scenariusza na atrakcyjność inwestycyjną poszczególnych spółek. Naszym zdaniem w kontekście potencjalnych synergii ciekawiej wygląda para TPE/ENA, a szczególnie Tauron, który może być liderem procesu połączenia (kryterium wielkości spółki i struktura akcjonariatu), a dodatkowo parytet wymiany akcji dla średniej z ostatnich 6 miesięcy implikuje relatywny potencjał wzrostu TPE na poziomie 6%. W przypadku pary PGE/ENG synergia mogą być relatywnie małe w stosunku do kapitalizacji, a ryzykiem pozostaje brak pewności, co do formuły konsolidacji (fuzja, przejęcie). Naszym zdaniem istnieje duże prawdopodobieństwo, że przegrani tej fuzji mogą być akcjonariusze Energi (zmiana profilu inwestycyjnego, małe szanse na premię w wezwaniu, udział w dużych projektach generacyjnych).

■ Ministerstwo Skarbu zapowiedziało publikację założeń do strategii konsolidacji sektora energetycznego jeszcze w tym miesiącu. Proces ten ma poprawić konkurencyjność polskich spółek na rynku energetycznym oraz zwiększyć siłę finansową (w kontekście realizowanych i planowanych projektów inwestycyjnych). Będzie on także wpisywał się w równolegle realizowany program ratowania polskiego górnictwa (energetyka może objąć udziały w nowej „Kompanii Węglowej”). Na razie nie znamy oficjalnej konfiguracji spółek oraz formuły konsolidacji (akwizycje, wymiana akcji). W prasie pojawiają się jednak spekulacje, że resortowi jest bliski pomysł połączenia PGE z Energa i Tauronu z Eneą.

■ Naszym zdaniem w przypadku pary TPE/ENA jedynym realnym scenariuszem jest fuzja poprzez wymianę akcji, gdyż żadna ze spółek w kontekście nakładów inwestycyjnych nie byłaby w stanie pozyskać finansowania na przejęcie. W Enei MSP kontroluje 51,5% kapitału, a w Tauronie łącznie z KGHM 40%. Nieco większym wyzwaniem może być więc zdobycie

wymaganej większości głosów na WZA w Tauronie, stąd oczekujemy że parytet wymiany akcji może być nieco atrakcyjniejszy dla akcjonariuszy Tauronu i to ta spółka byłaby podmiotem fuzji. Średnia cen akcji oczyszczona o dywidendy z ostatnich 6 miesięcy implikuje parytet wymiany na poziomie 3,1x, co przy aktualnych cenach implikuje relatywny potencjał wzrostu akcji TPE o 6%. Profil inwestycyjny nowego podmiotu byłby zbliżony do profilu Enei i Tauronu, a więc w strumieniu EBITDA dominowałaby dystrybucja (60%).

■ W przypadku pary PGE/ENG możemy sobie wyobrazić wezwanie na większościowy pakiet Energi (66%), ale stałoby to w sprzeczności w dążeniach MSP do wzmocnienia nowo powstałej Grupy (wyływ gotówki przekraczałby 6 mld PLN) również w kontekście przyszłego wspierania górnictwa (trudniej z punktu widzenia UE wspierać kopalnie z budżetu niż poprzez PGE). Nawet jeśli konsolidacja odbywałaby się poprzez wezwanie to nie oczekujemy premii, a ustalenie ceny bazowałoby raczej na ustawowej średniej z 6M (22,9 PLN). Jeśli konsolidacja byłaby realizowana poprzez wymianę akcji na bazie 6 miesięcznej średniej oczyszczonej o dywidendę, to parytet wynosiłby 1,1x, co na bazie ostatniego zamknięcia implikuje 8,5% relatywny potencjał wzrostowy na PGE. Powstały podmiot nadal byłby zdominowany przez aktywa PGE (około 54% EBITDA pochodziłoby z wytwarzania), co oznaczałoby dużą zmianę profilu dla akcjonariuszy Energi (zaangażowanie w duże projekty generacyjne, w program jądrowy, wsparcie górnictwa, możliwość odmrożenia projektów CCGT, presja na dywidendę). Z punktu widzenia PGE pozytywnym aspektem byłoby zrównoważenie pozycji długiej w wytwarzaniu.

■ Ważnym elementem procesu konsolidacji mogą być ewentualne synergia kosztowe. Obecnie koszty ogólnego zarządu w sektorze sięgają średnio 3,3% przychodów (dla największej PGE wskaźnik wynosi 2,8%). Jeśli założymy, że powstałe podmioty będą w stanie obniżyć ten wskaźnik do 2,5% to implikowane oszczędności wyniosą 240 mln PLN w przypadku TPE/ENA i 210 mln PLN w przypadku PGE/ENG. W relacji do wyceny rynkowej (wskaźnik 10x P/E i stopa podatkowa 19%) oznaczałoby to potencjał wzrostu kapitalizacji odpowiednio o 12% i 4%.

Szacunkowe parametry finansowe połączonych podmiotów (mln PLN)

PGE/ENG			
MCap		45 043 mln PLN	
Rozkład EBITDA 2014-16			
	Generacja	Dystrybucja	Obrót
	54%	39%	7%
(mln PLN)	2014P	2015P	2016P
Przychody	37 824	38 603	39 495
EBITDA	8 719	9 484	9 549
Zysk netto	3 627	4 026	3 751
Dług netto	2 736	9 777	15 986
P/E	12,4	11,2	12,0
EV/EBITDA	5,5	5,8	6,4
Dług netto/EBITDA	0,3	1,0	1,7

TPE/ENA			
MCap		16 227 mln PLN	
Rozkład EBITDA 2014-16			
	Generacja	Dystrybucja	Obrót
	27%	60%	13%
(mln PLN)	2014P	2015P	2016P
Przychody	27 423	28 361	29 130
EBITDA	5 187	5 563	5 774
Zysk netto	1 875	1 901	1 821
Dług netto	8 175	12 828	16 284
P/E	8,7	8,5	8,9
EV/EBITDA	4,7	5,2	5,6
Dług netto/EBITDA	1,6	2,3	2,8

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego 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

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 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Miesko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Miesko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagrocln Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Miesko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Capital Park, Vistal. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. 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 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.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

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

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

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

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

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

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl