

czwartek, 27 sierpnia 2015 | komentarz specjalny

Energetyka-Negatywny trend na cenach energii może się odwrócić

Energetyka, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Zmiana założeń długoterminowych przez PGE oraz komunikat o niskiej kontraktacji Tauronu wywołały kolejną falę spekulacji na temat katastroficznych wizji dla sektora energetycznego. Tymczasem naszym zdaniem zbliżamy się do przesilenia na rynku energii i inwestorzy mogą być w najbliższych miesiącach zaskoczeni pozytywnie. Elektrownie nie kontraktują sprzedaży na przyszły rok nie dlatego, że zostały wypchnięte z merit order (spotowy CDS jest atrakcyjny, a rezerwa mocy w systemie spadnie w przyszłym roku), ale dlatego że oczekują wzrostu cen energii związanego m.in. z podwyższeniem budżetu ORM (możliwe zwiększenie nawet do 700 mln PLN) oraz dostrzegają ryzyko wzrostu cen węgla na lokalnym rynku (w średnim terminie jedyna realna alternatywa dla bankructwa KW). Rynek energii może bliżej końca roku zacząć dyskontować taki scenariusz, szczególnie że przy świadomie wycofanej podaży będzie rosła presja na spółki obrotu w zakresie bilansowania ich portfeli na rok 2016.

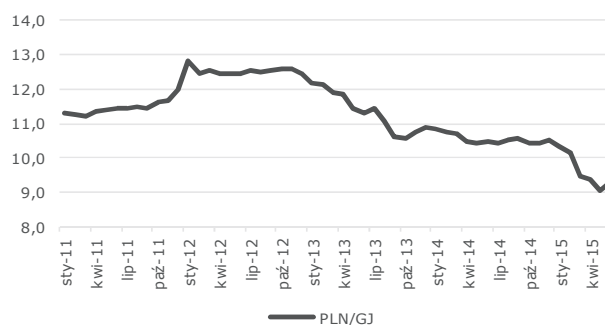
■ **kontrakctacja 2016** – Tauron na ostatniej konferencji poinformował, że już od kwietnia wstrzymał kontrakctację na poziomie około 4 TWh (tegoroczna produkcja spółki to około 15-16 TWh). Zrodziło to spekulacje rynkowe o fatalnej sytuacji wytwórców energii, którzy mają problem ze sprzedażą energii, bo są wypierani ze stosu cenowego przez OZE. Tymczasem w naszej opinii uzasadnienie dla takiego stanu rzeczy jest zupełnie inne. Popyt na energię zaskakuje raczej pozytywnie (+1,7% YTD), a rezerwa mocy w systemie w przyszłym roku powinna być niższa r/r o około 0,5 GW, co jest zgodne z ostatnią prognozą PSE. Uwzględniamy w tych kalkulacjach rezerwę zimną (-0,8 GW), Bełchatów (-370 MW), Stalowa Wola i Łagisza (-225 MW), Połaniec (-225 MW), nowe moce wiatrowe maksymalnie (+1,0 GW, czyli dyspozycyjne 0,4 GW) oraz 2 bloki gazowe (0,9 GW, z czego jeden od połowy roku działający głównie w okresie grzewczym). Motywacją dla ograniczenia kontrakctacji przez elektrownie (dane z TGE wskazują, że w lipcu i sierpniu wolumen w kontrakcie rocznym spadł r/r o 4 TWh) jest więc naszym zdaniem oczekiwanie wzrostu cen energii, które obecnie są pod dużą presją rynku spotowego opartego m.in. na bardzo niskich cenach węgla sprzedawanego w promocji ze zwałów.

■ **cenę węgla niekoniecznie tylko w dół** – ostatnia decyzja Enei w sprawie wypowiedzenia umowy LWB oraz utrzymywanie niskich cen spotowych przez KW i KHW

utwierdziły rynek w przekonaniu, że średnie ceny węgla energetycznego będą pod dużą presją w przyszłym roku. Tymczasem ograniczenia kontrakctacji przez elektrownie w takim otoczeniu przy cenach prądu 158 PLN/MWh dają trochę do myślenia. Zwracamy uwagę, że 3-letnia umowa Tauronu z KW kończy się w tym roku, tak więc spółka może teoretycznie założyć, iż benchmarkiem dla ceny pozyskania paliwa w 2016 roku będzie aktualny indeks ARP (około 9 PLN/GJ wobec średnio 10,5 PLN/GJ w tym roku). Implikowałoby to zmienny koszt wytworzenia na około 130 PLN/MWh, czyli CDS na 28 PLN/MWh. Naszym zdaniem decyzja o wstrzymaniu kontrakctacji może wynikać z dwóch powodów, albo z oczekiwania wzrostu cen energii (poniżej analizujemy w tym kontekście kwestię ORM), albo z obaw o wzrost cen węgla w 2016. Jeśli chodzi o drugi scenariusz to oczywiście na razie nic jeszcze na to nie wskazuje, ale zwracamy uwagę, że KW w umowach długoterminowych ma ceny indeksowane do cen energii, indeksu ARP oraz notowań ARA, co oznacza że w przyszłym roku można w całym sektorze oczekiwać spadku średniej ceny o 10-15%, co oznacza ubytek przychodów (EBITDA) o 0,6-1,0 mld PLN podczas gdy cały sektor w 1H'2015 wygenerował 260 mln EBITDA (512 mln PLN w 1H'2014). W tym kontekście może się okazać, że program ratowania sektora poprzez doraźne podwyższanie kapitału jest drogą donikąd i konieczne będzie wdrożenie alternatywnej ścieżki, jaką jest podwyższenie cen węgla i przeniesienie ich w cenach energii na konsumentów (jedyne scenariusz, który politycy mogliby obronić przed zarzutami KE o niedozwoloną pomoc publiczną).

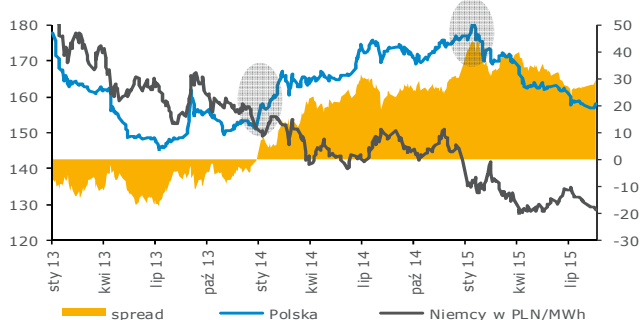
■ **budżet na ORM kluczowy** – argumentem za wzrostami cen energii jest też oczekiwany wzrost budżetu operacyjnej rezerwy mocy w nowej taryfie PSE. Obecnie operator, elektrownie i URE prowadzą rozmowy na temat formuły wynagradzania za gotowość do produkcji w przyszłym roku. Przypominamy, że w tym roku te środki zostały ograniczone w porównaniu do roku 2014 o około 150-200 mln PLN do 400 mln PLN. Według nieoficjalnych doniesień dyskutowane propozycje na rok 2016 oscylują wokoło 600-700 mln PLN, a dodatkowym argumentem dla Regulatora i PSE są chociażby sierpniowe problemy z dostępnością mocy na rynku wymuszające wprowadzenie ograniczeń dla odbiorców. Skalę wpływu ORM na rynek dobrze obrazuje poniższy wykres, na którym zaznaczyliśmy punkty uruchomienia mechanizmu w roku 2013 oraz jego ograniczenia pod koniec 2014. Decyzji w sprawie wysokości ORM na rok 2016 należy się spodziewać w grudniu, ale rynek może zacząć ją dyskontować wcześniej.

Indeks cenowy miałow węglowych w Polsce w PLN/GJ



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, ARP,TGE

Notowania cen energii w Polsce na tle rynku niemieckiego w PLN/MWh



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, ARP,TGE

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 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. Wylimitowanie 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 emitentów 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, Erbud, Es-System, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, 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, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, 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, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Groclin, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Uniweb, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Indata Software, Polwax, Uniwheels. 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.

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

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybała@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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@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