

piątek, 21 lipca 2017 | aktualizacja raportu

## Energa: akumuluj (podwyższona)

ENG PW; ENGP.WA | Energetyka, Polska

### Główny beneficjent nowelizacji ustawy OZE

**Uchwalona wczoraj nowelizacja ustawy o OZE zasadniczo zmienia sytuację Energi, jeśli chodzi o rentowność w segmencie obrotu. Wszystko wskazuje na to, że powiązanie opłaty zastępczej z cenami świadectw pochodzenia pozwoli Spółce na uyrunkowanie kosztów kolorowania energii w kontraktach długoterminowych, które dzisiaj obniżają wyniki o 200-250 mln PLN w skali roku. W połączeniu ze zniesieniem efektu sprzedawcy z urzędu oznacza to dodatnią dynamikę EBITDA w 2018 roku i znaczący wzrost FCF w kolejnych okresach oraz poprawę wskaźników bilansowych. W tym kontekście korygujemy nasze prognozy (średnie odchylenie od konsensusu na zysku netto 2017-19 wynosi teraz +14%) i wycenę do 13,20 PLN, podnosząc rekomendację do akumuluj.**

### Założenia nowelizacji ustawy o OZE

Nowelizacja ustawy o OZE zakłada powiązanie opłaty zastępczej z cenami zielonych certyfikatów (max 125% notowań świadectw pochodzenia z poprzedniego roku rozliczeniowego, czyli przykładowo przy średnich cenach OZE VII'16-VI'17 na poziomie 38 PLN/MWh opłata mogłaby wynieść maksymalnie 47,5 PLN). Zdecydowano też o zwiększeniu obowiązku umorzeniowego z 16% do 17,5% w 2018 roku, 18,5% w 2019 i 19,5% w 2020 roku. Według szacunków ustawodawcy ma to rozładować nadpodaż zielonych certyfikatów, aczkolwiek naszym zdaniem proces ten zajmie więcej czasu niż przewiduje ustawa (nadwyżka sięga według niektórych szacunków nawet 22,6 TWh, a nie 20 TWh). Może to oznaczać, że w pierwszych latach wzrost notowań świadectw pochodzenia będzie ograniczony i wpływ na rentowność OZE również, szczególnie że nominalny przyrost cen przy 25% ograniczeniu będzie niewielki z uwagi na niskie bieżące notowania.

### Wpływ ustawy na segment obrotu Energi

Prawdopodobnie największy wpływ nowelizacja ustawy o OZE będzie miała na rentowność segmentu obrotu Energi. Przypominamy, że Spółka wciąż znaczną część świadectw pochodzenia kupuje w oparciu o umowy długoterminowe po cenach powyżej 200 PLN/MWh. Obok kosztów „sprzedawcy z urzędu” (SZU) jest to główna przyczyna tak słabych wyników segmentu obrotu na tle grupy porównawczej. Przypominamy, że na terenie Energi zlokalizowanych jest około 65% wszystkich farm wiatrowych, z których produkcja przekracza „obowiązki umorzeniowe” Spółki. Nawet jeśli założymy, że Energa tylko około 30% tych wolumenów odbiera po zawyżonych cenach, to roczna strata przy obecnych notowaniach na poziomie poniżej 30 PLN/MWh może sięgać 200-250 mln PLN (kalkulacje potwierdza odchylenie jednostkowej marży od średniej rynkowej). Przykładowo w 1Q'17 średni koszt zakupu certyfikatów w koncernie wyniósł 145 PLN/MWh vs. ceny rynkowe 35 PLN/MWh (70-80 mln PLN utraconej marży). Jeśli w wyniku ustawy opłata zastępcza, do której obecnie indeksowane są umowy długoterminowe Energi zostanie obniżona z 300 PLN do 40-50 PLN, to istotna część tych strat zostanie zneutralizowana. Po dodatkowym uwzględnieniu zniesienia efektu SZU (30-40 mln PLN z tytułu efektu ceny regulowanej i drugie tyle z braku kosztów bilansowania portfela związanego z korelacją wahań cen spotowych z produkcją energii z wiatru) EBITDA obrotu w 2018 roku może wzrosnąć do 270 mln PLN.

| (mln PLN)    | 2015     | 2016     | 2017P    | 2018P    | 2019P    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody    | 10 804,0 | 10 181,0 | 10 568,5 | 10 797,0 | 10 655,7 |
| EBITDA       | 2 213,0  | 2 027,0  | 2 019,1  | 2 164,1  | 2 205,0  |
| marża EBITDA | 20,5%    | 19,9%    | 19,1%    | 20,0%    | 20,7%    |
| EBIT         | 1 280,0  | 487,0    | 1 040,1  | 1 178,3  | 1 194,9  |
| Zysk netto   | 832,0    | 151,0    | 725,0    | 771,6    | 753,1    |
| P/E          | 5,8      | 31,8     | 6,6      | 6,2      | 6,4      |
| P/CE         | 2,7      | 2,8      | 2,8      | 2,7      | 2,7      |
| P/BV         | 0,5      | 0,5      | 0,5      | 0,5      | 0,4      |
| EV/EBITDA    | 3,9      | 4,7      | 4,7      | 4,3      | 4,3      |
| DPS          | 1,44     | 0,49     | 0,19     | 0,26     | 0,28     |
| DYield       | 12,4%    | 4,2%     | 1,6%     | 2,3%     | 2,4%     |

|                               |             |
|-------------------------------|-------------|
| Cena bieżąca                  | 11,61 PLN   |
| Cena docelowa                 | 13,20 PLN   |
| Kapitalizacja                 | 4,8 mld PLN |
| Free float                    | 2,3 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 22,6mln PLN |

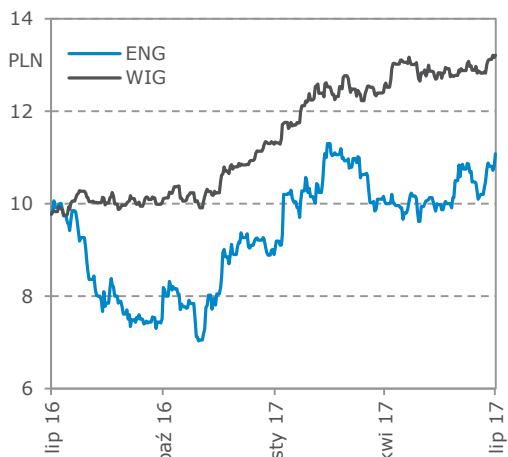
### Struktura akcjonariatu

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| 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 (21,7 TWh w 2016 roku) i czwartym największym sprzedawcą energii (13% rynku). Produkcja energii z własnych źródeł w 2016 roku sięgnęła około 3,9 TWh, z czego prawie 31% pochodziło z OZE.

### Kurs akcji ENG na tle WIG



| Spółka                               | Cena docelowa |               | Rekomendacja     |         |
|--------------------------------------|---------------|---------------|------------------|---------|
|                                      | nowa          | stara         | nowa             | stara   |
| Energa                               | 13,20         | 10,71         | akumuluj         | trzymaj |
| Spółka                               | Cena bieżąca  | Cena docelowa | Potencjał zmiany |         |
|                                      |               |               |                  |         |
| Energa                               | 11,61         | 13,20         | +13,7%           |         |
| Zmiana prognoz od ostatniego raportu |               | 2017P         | 2018P            | 2019P   |
| EBITDA                               |               | +5,7%         | +8,6%            | +8,5%   |
| Zysk netto                           |               | +14,1%        | +22,7%           | +24,9%  |

### Analityk:

Kamil Kliszc  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliscz@mbank.pl](mailto:kamil.kliscz@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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 21 lipca 2017 o godzinie 8:25.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 21 lipca 2017 o godzinie 8:25.

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.

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 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.

#### Rekomendacje dotyczące spółki Energa wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

| rekomendacja             | trzymaj    | trzymaj    | akumuluj   | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2017-06-27 | 2017-01-27 | 2016-12-06 | 2016-10-04 |
| kurs z dnia rekomendacji | 10,87      | 10,20      | 8,19       | 7,40       |
| WIG w dniu rekomendacji  | 61 701,57  | 55 560,23  | 49 647,48  | 47 399,32  |

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszc  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kluszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kluszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

Tomasz Galanciak  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 49 61  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

Mariusz Adamski  
+48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

## Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)