



Energetyka

Polska

Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

Energetyka

Przydziały uprawnień derogacyjnych nie są przesłanką do przeceny sektora

Opublikowane w zeszłym tygodniu wyliczenia resortu gospodarki dotyczące skali darmowych przydziałów uprawnień do emisji po 2012 roku negatywnie zaskoczyły rynek. Rzeczywiście odbiegają one od powszechnego założenia na poziomie 70%, ale nie można ich rozpatrywać w oderwaniu od innych istotnych parametrów, które będą kształtować rzeczywistość sektora po wejściu w życie pakietu klimatycznego. W naszej opinii istnieje bufor bezpieczeństwa w postaci podniesienia cen energii (nadal dają taką możliwość różnice w notowaniach w Polsce i na rynku niemieckim) oraz możliwości uzupełnienia „brakujących” certyfikatów po dzisiejszych bardzo niskich cenach (10 EUR/t). Dodatkowo zwracamy uwagę na fakt, że rynek zignorował pozytywną informację płynącą z ofert złożonych na budowę bloków w Elektrowni Opolu, które mogą implikować znacznie niższe od zakładanych koszty inwestycji w sektorze. Tymczasem spółki energetyczne w ostatnim tygodniu zachowywały się gorzej od rynku (Tauron -21%, PGE -19%, Enea -19%, a WIG -15%) i są obecnie wyceniane na bardzo atrakcyjnych poziomach (P/E'2011 dla Tauronu wynosi 7,2 a EV/EBITDA 3,0). Podtrzymujemy pozytywne rekomendacje dla TPE (kupuj z ceną docelową 9,09 PLN), PGE (akumuluj z ceną docelową 27,74 PLN) i ENA (akumuluj z ceną docelową 21,68 PLN).

Efektywny poziom derogacji od 2013 roku wg propozycji MG...

Według przeprowadzonych przez Ministerstwo Gospodarki kalkulacji efektywny poziom darmowych uprawnień dla sektora energetycznego wyniesie w 2013 roku około 53% i będzie spadał stopniowo w kolejnych latach (49% w 2014, 42% w 2015 aż do 0% w 2020 roku). Ta skala derogacji odbiega istotnie od przyjmowanego dotychczas za punkt odniesienia poziomu 70%, który zgodnie z formułą przygotowaną przez Komisję Europejską został skorygowany o poziom strat sieciowych, zużycie własnych elektrowni i eksport netto. Taka symulacja wskazywałaby na efektywne pokrycie średnich emisji z lat 2005-07 na poziomie 57% (dla rynku czeskiego według naszych obliczeń ten wskaźnik wyniesie 53% ze względu na wyższy eksport netto). Dodatkowo jednak zdecydowano się na pełne wsparcie wszystkich zrealizowanych po 2007 roku bądź rozpoczętych do końca 2008 roku nowych inwestycji, co rozводniło wskaźnik pokrycia do 53% w 2013 roku (w tym roku z dodatkowej puli certyfikaty otrzymają m.in. działające już bloki w Łagiszy i Pątnowie oraz nowy blok w Bełchatowie). Według wstępnej propozycji resortu darmowe uprawnienia dostaną praktycznie wszystkie zgłoszone projekty, w tym te w przypadku których „fizyczne rozpoczęcie inwestycji przed końcem 2008” wydaje się mocno dyskusyjne (na tą listę nie załapał się natomiast przykładowo projekt Orlenu we Włocławku, który jest obecnie jednym z bardziej zaawansowanych).

...i realny wpływ na wartość spółek z sektora

Opublikowana efektywna skala derogacji rzeczywiście odbiega od przyjmowanego przez nas w prognozach poziomu 70% dla roku 2013 i ceteris paribus oznaczałaby konieczność weryfikacji w dół prognoz wyników dla spółek energetycznych po roku 2012 (poniżej w tabeli prezentujemy skalę dodatkowych kosztów zakupu uprawnień dla poszczególnych koncernów). Zwracamy jednak uwagę na następujące aspekty, które w takich symulacjach powinny zostać uwzględnione:

- Ważna jest nie tyle skala darmowych przydziałów, ale fakt w jakim stopniu ceny energii uwzględniają dodatkowe koszty zakupu certyfikatów. W naszych prognozach nie zakładaliśmy dodatkowej premii dla koncernów za darmowe certyfikaty, stąd mniejszy przydział powinien oznaczać możliwość podniesienia cen hurtowych i zrekomensowania większych kosztów wytwarzania. Szanse na to daje różnica między cenami w Polsce, a cenami na benchmarkowym rynku niemieckim. W naszych prognozach ceny baseload w Polsce szacowaliśmy w latach 2013-15 na poziomie średnio 221 PLN/MWh, a tym czasem obecne kontrakty z rynku niemieckiego wskazywałyby na cenę 57,6 EUR/MWh (235 PLN/MWh). Dodatkowe przychody ze zrównania się tych cen zneutralizowałyby wspomniane wydatki na certyfikaty CO₂.
- W naszych prognozach na lata 2013-15 zakładaliśmy średnie ceny uprawnień do emisji CO₂ na poziomie 21 EUR/t, a tymczasem obecne notowania wynoszą 10-11 EUR/t. Nie można więc abstrahować od możliwości domknięcia przyszłej pozycji na CO₂ przez polskie koncerny już dzisiaj po znacznie niższych cenach, co oznaczałoby że dodatkowe koszty zakupu będą odpowiednio mniejsze. Poniżej prezentujemy symulację, która zakłada dokupienie po 10 EUR/t tylko tych „brakujących” uprawnień stanowiących różnicę między derogacją na poziomie 70% a 53%.
- Zignorowanie przez rynek informacji o złożonych ofertach na budowę bloków w Elektrowni Opolu, które implikowały koszt 1MW na poziomie 1,3 mln EUR, podczas gdy ogólnie przyjęty benchmark wynosił dotychczas 1,5 mln EUR. Oczywiście efekt skali może rozwadniać capex w przypadku Opola, ale 10% niższe nakłady na nowe bloki oznaczałyby w przypadku Tauronu, PGE czy Enei oszczędności na poziomie odpowiednio 1,7 mld PLN (19% kapitalizacji), 3,3 mld PLN (9% kapitalizacji) i 1,2 mld PLN (18% kapitalizacji).

Wpływ propozycji derogacyjnej MG na prognozy DI BRE

Dodatkowe koszty w mln PLN vs. założenia DI BRE (ceteris paribus)				Dodatkowe koszty przy założeniu obecnej ceny CO ₂ =10 EUR/t				Dodatkowe przychody przy cenach energii na obecnym poziomie z EEX 57,6 EUR=235 PLN/MWh			
	2013	2014	2015		2013	2014	2015		2013	2014	2015
PGE	785	518	410	PGE	393	244	182	PGE	761	995	656
TAURON	297	200	163	TAURON	149	94	72	TAURON	267	374	253
ENEA	131	86	69	ENEA	66	41	31	ENEA	169	224	145

Źródło: szacunki DI BRE

Dom Inwestycyjny BRE Banku 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 na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliscz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

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

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

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

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

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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 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 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 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.

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.

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 BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

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