

poniedziałek, 10 maja 2021 | komentarz specjalny

Energetyka: Transformacja sektora – aktualizacja

Enea (ENA PW) | Rekomendacja: zawieszona | cena bieżąca: 8,48 PLN

PGE (PGE PW) | Rekomendacja: zawieszona | cena bieżąca: 9,96 PLN

Tauron (TPE PW) | Rekomendacja: zawieszona | cena bieżąca: 3,30 PLN

Energetyka, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

WIG-Energia w reakcji na doniesienia dotyczące transformacji sektora wzrósł w ostatnim miesiącu o 20% (YTD +37%). Tak dobry początek roku dla spółek energetycznych jest dla nas zaskoczeniem, gdyż biorąc pod uwagę poziom zaawansowania wspomnianego procesu, intensyfikacji dyskusji na temat wydzielenia aktywów węglowych spodziewaliśmy się raczej w drugiej połowie roku. Opublikowane oficjalne i nieoficjalne komunikaty nie wnoszą co prawda zbyt wiele nowych informacji i nadal nie umożliwiają rzetelnej analizy wpływu tego przedsięwzięcia na wyceny poszczególnych spółek, ale okazały się wystarczające, aby rozbudzić nadzieje inwestorów na ultra optymistyczne scenariusze. Historia podejścia do interesów akcjonariuszy mniejszościowych w polskich spółkach energetycznych sugerowałaby ostrożność w ocenie tej sytuacji, ale oczywiście nie można wykluczyć, że przy okazji procesu „udrażniania dostępu do rynkowego finansowania” na wielkie inwestycje w OZE (to jest główny imperatyw działań podjętych przez MAP), efekt uboczny w postaci wzrostu wartości rynkowej koncernów przebiega dotychczasowe oczekiwania. Koncepcja transferu do NABE wraz z węglowymi elektrowniami ponad 18 mld PLN długu byłaby w obecnych warunkach rynkowych (wzrost cen CO₂) swego rodzaju „prezenterem” dla akcjonariuszy koncernów energetycznych. Te prasowe doniesienia nie zostały póki co potwierdzone przez Ministerstwo Aktywów Państwowych, ale warto zastanowić się nad tym, czy taki scenariusz jest realny i jakie niesie ze sobą konsekwencje dla wyceny spółek. W niniejszym komentarzu zwracamy uwagę na szereg wątpliwości zarówno natury finansowej (wycena aktywów, cesja długów, podejście do rezerw i pozycji na CO₂, umowy wewnątrzgrupowe), jak i regulacyjnej (proces notyfikacji, zapewnienie transparentności rynku energii), jakie mogą pojawić się na etapie konsultacji całego procesu. Prezentujemy też zaktualizowaną wycenę porównawczą w post-transformacyjnej rzeczywistości dla kilku scenariuszy. W każdym z tych wariantów największy potencjał wzrostu oferują akcje Enei i w naszej opinii tylko założenia kompletnie oderwane od finansowych realiów, posiadanych przez spółki aktywów i stanu ich bilansów mogą zmienić tę prawidłowość. Nie oznacza to oczywiście, że w przypadku PGE i Tauronu transformacja nie wygeneruje znacznego zwiększenia wartości, ale przy bardziej „skrupulatnym” podejściu do bilansowych zobowiązań, efekt ten przestaje być tak spektakularny. Oczywiście należy pamiętać, iż proces wciąż jest we wstępnej fazie (po prawie roku od jego inicjacji) i na horyzoncie można zidentyfikować kilka istotnych ryzyk (zatwierdzenie planu restrukturyzacji górnictwa przez KE, rodzący się sprzeciw społeczny dla koncepcji transformacji). Przypominamy również, że skala re-ratingu koncernów będzie pochodną nie tylko sprawnego oczyszczenia ze śladu węglowego, ale także przekonującej polityki budowania wartości dla akcjonariuszy w nowej rzeczywistości.

Założenia procesu przedstawione przez MAP

W kwietniu Ministerstwo Aktywów Państwowych przedstawiło ogólne założenia dla procesu wydzielenia aktywów węglowych ze spółek. Plan ma zostać wpisany do wykazu prac Rady Ministrów.

- **Harmonogram:** Ministerstwo rozpoczyna proces analiz i konsultacji, a intencją jest finalizacja prac w roku 2022.
- **Aktywa do wydzielenia:** wydzielenie aktywów węglowych ma objąć jednostki wytwórcze oparte na węglu kamiennym oraz kompleksy wydobywczo-wytwórcze na węglu brunatnym. Proces nie będzie dotyczył kopalni węgla kamiennego (te objęte są osobnym procesem restrukturyzacji sektora górnictwa) oraz segmentu ciepłowniczego (jednostki węglowe mają być tam konwertowane na gaz/wodór).
- **Utworzenie NABE:** w ramach procesu każdy koncern wydzieli aktywa spełniające powyższe kryteria do osobnej spółki. Te podmioty zostaną odkupione przez Skarb Państwa po przeprowadzeniu due diligence i stosownych wycen. Po nabyciu tych aktywów Skarb Państwa dokona ich integracji w ramach jednego podmiotu. Integracja ma być oparta o spółkę PGE Górnictwo i Energetyka Konwencjonalna, która zacznie działać jako Narodowa Agencja Bezpieczeństwa Energetycznego (NABE). Agencja ma być podmiotem samowystarczalnym, który będzie administrować aktywami do czasu ich wygaszenia i prowadzić jedynie niezbędne inwestycje modernizacyjne.

Prasowe doniesienia o transferze 18 mld PLN

W dzienniku Parkiet pojawiły się informacje (bazujące na źródłach w MAP), że wydzielenie aktywów do NABE ma mieć charakter bezgotówkowy i ma polegać na przeniesieniu części zadłużenia koncernów w kwocie ~18 mld PLN. Negocjacje z bankami w tej sprawie podobno są w toku i efekty tych rozmów powinny być znane do końca 3Q'21. Te doniesienia zelektryzowały rynek i notowania spółek energetycznych, gdyż kwota jest imponująca i znacznie przekracza nawet optymistyczne scenariusze kreślone na rynku wcześniej. Poniżej prezentujemy kilka naszych uwag i wątpliwości, gdyż wciąż są to dość ogólne spekulacje.

- **Cesja długów:** obecnie łączne zadłużenie brutto 3 koncernów energetycznych przekracza 34 mld PLN, z czego 16,4 mld PLN to kredyty bankowe, 15,4 mld PLN obligacje, a 2,6 mld PLN leasing. Zobowiązania kredytowe i obligacyjne są zaciągnięte przez spółki matki i nie są bezpośrednio powiązane z aktywami przeznaczonymi do wydzielenia, a część kredytów ma precyzyjne klauzule „antywęglowe”. Prosta cesja kredytów bankowych nie wchodzi więc w grę, szczególnie że część zaangażowanych banków nie będzie raczej zainteresowana finansowaniem NABE z/w na kryteria ESG (w tabeli dalej prezentujemy szczegółowe rozbięcie zobowiązań finansowych poszczególnych spółek).
- **Refinansowanie NABE:** bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest zapewnienie NABE refinansowania nabycia aktywów węglowych przez banki z łagodniejszymi kryteriami ESG, poprzez wystawienie państwowych gwarancji dla tego długu. W tym wypadku nie jest jednak spełniony warunek bezgotówkowości całej operacji.

- **Koncerny jako kredytodawcy NABE:** można sobie też wyobrazić takie rozwiązanie, że w ramach wydzielenia aktywów przeznaczonych do sprzedaży do NABE, spółki alokują tam określone zadłużenie wewnątrzgrupowe, które następnie przejmie NABE i będzie spłacać w ratach do poszczególnych spółek. W tym wypadku pojawia się jednak problem obciążenia bilansów spółek, choć zapewne takie należności gwarantowane przez Skarb Państwa można by spieniężyć na rynku.
- **Samowystarczalność NABE:** w komunikacie Ministerstwa jest mowa o tym, iż NABE ma być podmiotem samowystarczalnym. Tymczasem przy przejęciu wspomnianych 18 mld PLN zobowiązań i szacunkowym strumieniu EBITDA na poziomie 2,7 mld PLN, wskaźnik zadłużenia sięgałby 6,7x DN/EBITDA, co stawiałoby pod znakiem zapytania możliwość obsługi długu, szczególnie w kontekście oczekiwanego spadku zyskowności (presja na CDS, rychły ubytek przychodów mocowych) oraz wymaganych nakładów odtworzeniowych (1,5-2,0 mld PLN rocznie). Oczywiście ten problem mógłby być rozwiązany przez coroczne dopłaty do NABE w ramach pomocy publicznej, ale na razie nie pojawiły się konkretne deklaracje w tej sprawie.
- **18 mld PLN a wartość aktywów:** wspomniana kwota wzbudza dodatkowe wątpliwości w kontekście implikowanej wyceny węglowych aktywów przeznaczonych do zamknięcia na poziomie 6,7x EV/EBITDA. Tym bardziej, że ten wskaźnik nie uwzględnia długoterminowych rezerw na rekultywację i zobowiązania pracownicze. Istotną kwestią jest w tym wypadku również „alokacja” tej kwoty na poszczególne spółki (metodologia wyceny).

Zadłużenie finansowe brutto w mln PLN

Enea		PGE		Tauron	
bank	kwota	bank	kwota	bank	kwota
EBI	1 891	EBI	1 998	BHW SPL Caixa ICBC ING MUFG PKO	3 000
inne	62	BGK	1 376	BGK	998
kredyty		EBOiR	501	EBI	538
		SPL PKO Intesa MUFG	3 636	Intesa	752
		inne	912	SMBC	498
				inne	206
razem	1 953	razem	8 423	razem	5 992
obligacje	- 5 878	- 2 045		- 7 521	
leasing	- 554	- 941		- 1 072	

Źródło: spółki, opracowanie mBank

Główne wyzwania organizacyjne, finansowe i regulacyjne

Poniżej opisujemy główne wyzwania, na jakie może napotkać proces transformacji, zarówno w ujęciu organizacyjnym, jak i regulacyjnym.

- **Zmiany organizacyjne:** wydzielenie aktywów do osobnych podmiotów i ich sprzedaż będzie wymagało zgody WZA. Zapisy statutowe spółek nie przewidują kwalifikowanej większości do takich decyzji, stąd wpływ akcjonariuszy mniejszościowych na proces będzie ograniczony, biorąc pod uwagę aktualną strukturę akcjonariatu.
- **Identyfikacja aktywów węglowych:** w ramach segmentu wytwarzania spółki w zdecydowanej większości mają już wydzielone aktywa, które będą przeniesione do NABE, ale pozostaje jeszcze kilka istotnych znaków zapytania: 1) blok biomasowy w Elektrowni Połaniec (Enea), który teoretycznie powinien zostać w Grupie jako aktywo OZE o potencjale EBITDA 150-200 mln PLN, 2) Elektrociepłownia Białystok w Enei, 3) udziały Tauronu w JV Tameh z Arcelor Mittal (EBITDA ~20-40 mln PLN), 4) grunty na terenach obecnie posiadanych elektrowni węglowych z planowanym przeznaczeniem pod rozwój OZE.
- **Ewentualna separacja deficytowych jednostek:** część jednostek kwalifikujących się do przeniesienia do NABE już teraz jest nierentowna i nadaje się do wygaszenia, stąd można sobie wyobrazić pomysł stworzenia dla takich elektrowni coś na kształt SRK w górnictwie (Spółka Restrukturyzacji Kopalń). Wówczas nie zaniżałyby one wyceny aktywów sprzedawanych do NABE.
- **Usługi zarządzania sprzedażą w PGE:** obecnie segment obrotu PGE realizuje dla segmentu energetyki konwencjonalnej usługi zarządzania portfelem wytwarzania energii i zakupów paliw/CO₂. Roczne płatności z tego tytułu sięgają 0,8 mld PLN, ale spółka nie podaje, jaka jest rentowność na tych usługach (po kosztach pracowniczych i kosztach transakcyjnych). Nie zakładamy aby te kompetencje zostały wydzielone do NABE, co może oznaczać uszczuplenie EBITDA nowej czystej PGE, ale w tej chwili trudno oszacować skalę tego spadku.
- **Co z kopalniami?** transfer do NABE nie będzie obejmował kopalni węgla kamiennego (LWB, Tauron Wydobycie), ale oczywiście cały proces nie miałby logicznego uzasadnienia, gdyby te aktywa pozostały w „czystych” spółkach. Zgodnie z deklaracją MAP kopalnie te trafią do wydzielonego podmiotu utworzonego na bazie PGG lub Węglokoksu, który będzie konsolidował sektor wydobywczy i koordynował jego wygaszanie. Nadal jednak nie ma żadnych szczegółów dotyczących metodologii sprzedaży tych kopalni. Bardziej skomplikowana jest kwestia sprzedaży giełdowej LWB, bo oznaczałoby to konieczność ogłoszenia wezwania.
- **Umowa na odbiór energii z Jaworzna w Tauronie:** Tauron Obrót ma długoterminową umowę (do 2060 r.) na odbiór energii z nowego bloku w Jaworznie (w tej spółce SPV 15% udziałów posiada PFR) po cenach równych kosztom powiększonym o marżę (gwarancja rentowności SPV i warunek zaangażowania 0,8 mld PLN z PFR). Ten kontrakt generuje straty w segmencie obrotu, co w kontekście wydzielenia elektrowni węglowych do NABE nabierze znaczenia. Rezerwa zawiązana na poziomie sprawozdania jednostkowego sięgnęła 1,1 mld PLN, ale z tego 270 mln PLN przypada na rok 2021, co oznacza że w modelu przyjęto, iż wzrost cen rynkowych ograniczy straty w średnim i dłuższym terminie. Trudno zakładać, aby generujący straty kontrakt pozostał w Grupie Tauron po transformacji, ale jego rozwiązanie nie jest sprawą prostą w kontekście zaangażowania PFR (bez tego kontraktu wartość udziałów PFR w Jaworznie drastycznie spada).
- **Koncentracja wytwarzania:** roczna produkcja energii z aktywów, które będą ulokowane w NABE może sięgać około 80 TWh, co będzie stanowić około 50-55% produkcji ogółem. Taka koncentracja może negatywnie wpływać na rynek, szczególnie w kontekście spadku transparentności związanej z rezygnacją z obligacji giełdowych i planowanej konsolidacji kopalni węgla. Ten argument może być

podnoszony przez KE w procesie notyfikacji programu transformacji. Niewykluczone, że rząd będzie chciał wprowadzić regulowane ceny dla NABE w ramach zapewnienia im odpowiedniej rentowności, na wzór francuskiego rozwiązania w EDF.

- **Notyfikacja pomocy publicznej:** oczywiście proces transformacji i wydzielenia aktywów węglowych będzie podlegał notyfikacji w zakresie pomocy publicznej (wsparcie spółek energetycznych przy wykupie aktywów po nierynkowej cenie – test prywatnego inwestora, ewentualne zatwierdzenie regulowanych cen dla NABE), co może oznaczać wielomiesięczne negocjacje z KE (finalne zatwierdzenie zbliżonej koncepcji reorganizacji EDF zajęło ponad rok, a kwestia była nieco mniej kontrowersyjna z uwagi na wsparcie atomu, a nie węgla).
- **Wzrost cen CO2:** utrzymanie wzrostowego trendu na cenach uprawnień, w połączeniu z wydłużaniem się procesu może skutkować w obniżeniu wartości wydzielanych aktywów (marża CDS), szczególnie w przypadku węgla brunatnego.
- **Zatwierdzenie planu restrukturyzacji górnictwa:** prowadzony obecnie projekt wygaszania polskiego górnictwa do 2049 roku (podpisana umowa społeczna i rozpoczęcie procesu notyfikacji), choć prowadzony osobno to jest naszym zdaniem nieodłącznie związany z wydzielenie elektrowni węglowych do NABE. Bez rozwiązania przyszłości kopalni (w tym PGG, które właścicielami są koncerny energetyczne), wydzielenie elektrowni nie miałoby żadnego sensu. Brak notyfikacji tego programu restrukturyzacji lub jego wydłużenie (zgłaszanie wątpliwości KE co do dotowania nierentownych kopalni przez tak długi okres) może negatywnie wpływać na sentyment wokół spółek energetycznych i obniżyć prawdopodobieństwo pozytywnego scenariusza.

Co z pozostałymi zobowiązaniami netto?

Na stronie wcześniej przedstawiliśmy finansowe zadłużenie grup na koniec 2020 r., ale na potrzeby wyceny aktywów w procesie sprzedaży do NABE firmy doradczce powinny wziąć pod uwagę także inne materialne zobowiązania obciążające bilanse spółek wytwórczych. Poniżej omawiamy kluczowe pozycje, które mogą znacząco wpłynąć na finalną wartość EV (wraz z wartością na akcję), choć na ten moment trudno ocenić, jakie podejście metodologiczne zostanie przyjęte.

- **Rezerwy rekultywacyjne:** w tabeli obok prezentujemy rezerwy na rekultywację wyrobisk górniczych pomniejszone o aktywa z tytułu podatku odroczonego i aktywa zgromadzone w dedykowanych funduszach. Zwracamy uwagę, że transfer do NABE ma uwzględniać tylko kopalnie węgla brunatnego (PGE), a aktywa związane z górnictwem węgla kamiennego (Enea, Tauron) mają być przedmiotem osobnej transakcji w ramach reorganizacji sektora górnictwa.
- **Rezerwy na świadczenia pracownicze:** spółki nie raportują zobowiązań pracowniczych z podziałem na poszczególne segmenty, dlatego przybliżamy zobowiązania alokowane do wydzielanych aktywów wytwórczych na podstawie udziału zatrudnionych. Rezerwy obejmują odprawy emerytalno-rentowe, taryfy energetyczne, deputat węglowy, nagrody jubileuszowe oraz inne gwarantowane świadczenia socjalne.
- **Rezerwy na zakup uprawnień CO2:** spółki stosują różne polityki zakupu uprawnień do emisji, dlatego przy wycenie doradca powinien doprowadzić stan pasywów do porównywalności. Na koniec 2020 roku PGE i Tauron informowały o znacznych zobowiązaniach netto z tytułu realizacji obowiązku umorzenia certyfikatów CO2 na poczet emisji zrealizowanych w roku 2020. Z kolei Enea zakupiła w 4Q'20 więcej uprawnień niż potrzebuje do pokrycia emisji z roku 2020. W tabeli obok prezentujemy zobowiązania netto na zakup uprawnień na rok 2020 (rezerwy pomniejszone o już zakupione certyfikaty).

Oczywiście rezerwy na zakup CO2 można postrzegać jako jedną z kategorii kapitału obrotowego i te zobowiązania mogą być rolowane z roku na rok, ale ostatecznie w okresie t+1 po likwidacji poszczególnych elektrowni będą musiały być pokryte gotówką.

Zobowiązania niefinansowe netto w mln PLN*

(mln PLN)	Enea	PGE	Tauron
zobowiązania CO2 netto	-1 007	3 537	555
na akcję	-2,28	1,89	0,32
rezerwy na rekultywację netto	60	6 868	370
na akcję	0,14	3,67	0,21
rezerwy pracownicze	272	1 686	176
na akcję	0,62	0,90	0,10

Źródło: Spółki, opracowanie mBank; *rezerwy skorygowane o aktywa z tytułu podatku odroczonego, środki zgromadzone w dedykowanych funduszach i zakupione certyfikaty CO2 na zapasach

Wariant A – założenia wyceny mnożnikowej

Poniżej przedstawiamy główne założenia dla procesu transformacji przyjęte w naszej wycenie porównawczej poszczególnych spółek (wariant A).

- **Wycena węglowych aktywów wytwórczych:** przenoszone do NABE aktywa węglowe wyceniamy przy wskaźniku EV/EBITDA'21-23 na poziomie 3,0x, a tak uzyskany wynik korygujemy o zobowiązania netto z tytułu zakupu CO2 na poczet umorzenia za rok 2020. EBITDA tych aktywów obejmuje obecnie raportowane wyniki segmentu wytwarzania w poszczególnych spółkach. Korygujemy jedynie wyniki Enei, poprzez wydzielenie szacowanych zysków przynależnych do elektrowni wodnych i wiatrowych. W przypadku Tauronu przyjmujemy rzeczywistą rentowność nowego bloku w Jaworznie, bez uwzględniania długoterminowej umowy off-take gwarantowanej przez Tauron S.A. (jednocześnie wydzielimy z Grupy kapitały mniejszości przynależne PFR).
- **Kopalnie węgla kamiennego:** w przypadku Enei zakładamy sprzedaż posiadanych udziałów w LWB po aktualnym kursie giełdowym (jednocześnie korygujemy kapitały mniejszości raportowane obecnie na bilansie Enei). W przypadku Tauronu przyjmujemy przekazanie deficytowych kopalni do spółki kontrolowanej przez Skarb Państwa za umowne 1 PLN.
- **Dług netto:** do kalkulacji przyjmujemy dług netto z grudnia 2020. W przypadku PGE korygujemy go jeszcze o pozostałe do opłacenia nakłady inwestycyjne w projekcie budowy nowego bloku w Elektrowni Turów (700 mln PLN).
- **Rezerwy rekultywacyjne i pracownicze:** w tym wariantcie przyjmujemy, że część przynależna do segmentu wytwarzania i wydobywania zostanie przeniesiona na jednostki zewnętrzne (NABE, PGG, SRK), ale nie będzie potraktowana przez Skarb Państwa jako zadłużenie finansowe. Część tych rezerw pozostająca w "czystych" spółkach (głównie dystrybucja) jest uwzględniana w wycenie mnożnikowej i obniża wartość kapitałów własnych.
- **EBITDA spółki "czystej":** uwzględniamy wyniki segmentu dystrybucji, obrotu, OZE i ciepła raportowane obecnie przez spółki bez dodatkowych korekt. Jedynie w przypadku Enei dokonujemy szacunku EBITDA posiadanych aktywów wiatrowych oraz wodnych i wydzielimy je z obecnego segmentu wytwarzania. Ta korekta nie uwzględnia biomasowego bloku w Połancu, który może również zostać pozostawiony w spółce po transformacji.
- **Wycena mnożnikowa:** wartość spółki czystej szacujemy metodą mnożnikową na podstawie wskaźnika EV/EBITDA'21-23 w dwóch wariantach: 1) arbitralnie przyjęty docelowy mnożnik 6,0x EV/EBITDA dla każdej ze spółek, 2) kalkulacja oparta na rynkowych mnożnikach spółek porównywalnych: OZE (13,2x), sieci przesyłowe/obrot (9,5x), koncerny zintegrowane/ciepło (7,9x), ważonych

strukturą EBITDA'21-23, z 20% dyskontem. Tabelą z danymi dla grupy porównawczej znajduje się na końcu niniejszego opracowania. **Zwracamy uwagę, że powyższe podejście nie uwzględnia portfela projektów OZE będących w fazie realizacji, które na linii EBITDA pojawią się dopiero po roku 2023 (np. projektów offshore w PGE).**

Wpływ transformacji na wycenę spółek – podejście mnożnikowe

(mln PLN)	Enea	PGE	Tauron
Stan obecny			
Cena (PLN)	8,37	10,00	3,38
Liczba akcji (mln szt.)	441	1 870	1 753
MCap	3 695	18 697	5 924
Kapitał mniejszości	1 058	983	894
Dług netto 2020	6 403	7 220	13 678
EV	11 155	26 900	20 495
Średnia EBITDA 2021-23	3 231	6 282	3 855
EV/EBITDA'21-23 (x)	3,5	4,3	5,3

Po transformacji (i korektach)	Enea	PGE	Tauron
Aktywa węglowe do wydzielania			
wytwarzanie			
Średnia EBITDA'21-23	1 063	1 367	299
Rezerwy rekultywacyjne netto	0	6 868	0
Rezerwy pracownicze	272	1 686	176
Zobowiązania CO2 netto	-1 007	3 537	555
Kapitały mniejszości	0	197	894
Wartość EV (3x EBITDA)	3 189	4 102	898

wydobycie			
Średnia EBITDA'21-23	674	0	0
Dług netto	-205	0	0
Rezerwy rekultywacyjne	60	0	370
Rezerwy pracownicze	215	0	259
Kapitały mniejszości	1 058	0	0
Wartość rynkowa	524	0	0

Spółka "czysta"	Enea	PGE	Tauron
Średnia EBITDA'21-23	1 495	4 911	3 555
Dług netto	1 887	7 355	13 335
DN/EBITDA (x)	1,3	1,5	3,8
Rezerwy pracownicze	705	1 597	575
Kapitały mniejszości	0	786	0
EV (aktualny kurs)	5 582	26 838	19 258
EV/EBITDA spółka czysta'21-23	3,7	5,5	5,4
EV@ EV/EBITDA 6,0x	8 968	29 467	21 331
Implikowana wycena PLN/akcję	14,44	10,55	4,23
EV@ EV/EBITDA ważona*	11 601	38 393	28 105
Implikowana wycena PLN/akcję	20,41	15,33	8,10

Źródło: mBank; *wskaźnik EV/EBITDA ważony udziałem poszczególnych segmentów w EBITDA, tabela z grupą porównawczą na kolejnej stronie niniejszego opracowania

Poniżej prezentujemy analogiczne kalkulacje dla kilku alternatywnych wariantów wraz z przyjętymi dla nich założeniami.

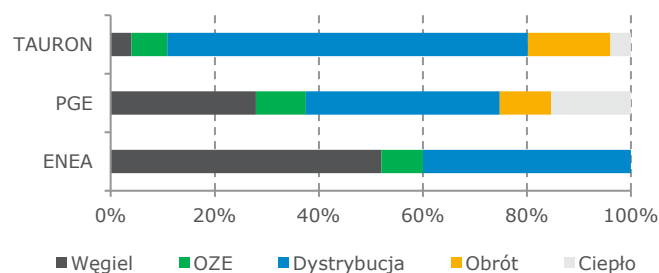
- Wariant B:** wszystkie założenia wariantu A plus znacznie wyższa wycena aktywów przenoszonych do NABE na poziomie 6,5x EV/EBITDA, co koresponduje z pojawiającą się w prasie kwotą 18 mld PLN długu przekazanego w procesie transformacji.
- Wariant C:** wariant B przy założeniu, że rezerwy rekultywacyjne i pracownicze są traktowane jako zadłużenie i obniżają wycenę wydzielanych do NABE aktywów.
- Wariant D:** wariant zakłada, że wszystkie przenoszone do NABE aktywa będą wycenione na 0, poza nowymi blokami, których łączną wartość przyjmujemy na poziomie 18 mld PLN (wartość ze spekulacji prasowych). Kwotę 18 mld PLN rozdzielamy na spółki wg mocy zainstalowanej w nowych jednostkach: blok 11 w Kozienicach 4,5 mld PLN, bloki 5 i 6 w Opolu i nowy blok w Turowie 9,7 mld PLN oraz nowy blok w Jaworznie 3,8 mld PLN).

Wycena porównawcza dla różnych wariantów

(PLN/akcję)		A	B	C	D
Enea	6,0x EV/EBITDA	14,44	24,47	21,63	16,77
	wsk. rynkowe	20,41	30,43	27,59	22,74
PGE	6,0x EV/EBITDA	10,55	14,34	8,91	16,64
	wsk. rynkowe	15,33	19,11	13,68	21,41
Tauron	6,0x EV/EBITDA	4,23	5,16	4,37	6,55
	wsk. rynkowe	8,10	9,03	8,24	10,42

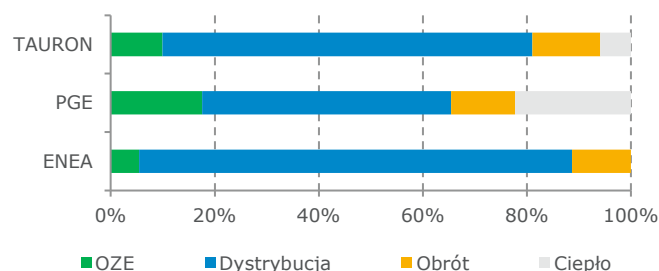
Źródło: mBank

Struktura EBITDA przed transformacją wg segmentów – prognozy 2021-23



Źródło: mBank

Struktura EBITDA po transformacji wg segmentów – prognozy 2021-23



Źródło: mBank

Mnożniki dla grupy porównawczej dla poszczególnych segmentów

	Cena	P/E				EV/EBITDA				Dyld '2021-23
		2020	2021P	2022P	2023P	2020	2021P	2022P	2023P	
DYSTRYBUCJA I OBRÓT ENERGIA										
E.ON	10,34	17,1	14,6	11,8	11,5	10,6	9,3	8,8	9,0	4,9%
ELIA GROUP	89,65	23,9	25,7	22,4	20,9	14,2	15,1	14,1	14,7	2,0%
EVN	19,06	17,2	15,4	15,2	14,1	7,6	8,1	8,0	7,3	2,6%
IREN	2,50	15,1	13,6	12,2	11,3	7,5	7,1	6,8	6,5	4,3%
NATIONAL GRID	919,90	15,6	17,5	15,2	14,5	11,7	12,7	12,0	11,4	5,4%
RED ELECTRICA	15,44	12,4	12,3	12,2	12,2	9,4	9,5	9,5	9,4	6,3%
REDES ENERGETICAS	2,49	14,7	14,0	13,9	13,4	9,6	9,5	9,4	9,2	6,8%
SSE	1459,00	17,7	17,1	15,9	15,6	13,4	12,4	11,8	11,8	5,7%
TERNA	6,14	16,0	15,7	16,2	15,4	11,9	12,0	12,4	12,4	5,1%
Mediana		16,0	15,4	15,2	14,1	10,6	9,5	9,5	9,4	5,1%
KONCERNY ZINTEGROWANE										
CEZ	600,50	14,3	16,2	15,3	14,4	7,8	7,9	7,9	7,8	6,1%
EDF	12,12	21,0	16,4	14,6	12,7	5,8	5,5	5,3	4,9	3,3%
EDP	4,63	20,0	20,5	18,8	17,7	9,4	9,3	9,0	8,8	4,4%
ENDESA	22,13	12,6	13,6	13,2	12,9	7,8	8,0	7,9	8,0	5,5%
ENEL	8,28	16,6	15,5	14,5	13,6	8,2	7,9	7,7	7,5	4,9%
ENGIE	12,41	17,8	12,5	11,7	10,9	6,4	6,0	5,8	5,6	6,3%
FORTUM	22,22	15,9	14,9	16,4	15,4	12,6	9,3	9,8	9,4	5,2%
Mediana		16,6	15,5	14,6	13,6	7,8	7,9	7,9	7,8	5,2%
OZE										
ABO WIND	48,80	33,0	27,6	23,1	20,6	16,1	11,9	10,9	10,0	1,0%
AVANGRID	51,64	26,2	22,6	21,2	20,1	12,7	13,3	12,1	12,0	3,5%
BORALEX	37,55	50,2	49,5	42,5	26,6	14,0	13,5	13,3	13,1	1,8%
EDP RENOVAVEIS	19,39	29,6	37,8	33,7	30,2	13,4	14,2	13,5	12,8	0,5%
EOLUS VIND	198,35	23,3	19,8	129,6	27,0	18,8	12,7	73,2	17,7	2,0%
FALCK RENEWABLES	5,78	51,2	47,4	33,2	29,2	13,3	12,9	11,9	11,5	1,2%
IBERDROLA	11,31	20,2	19,2	17,7	16,7	11,9	11,6	10,9	10,6	4,1%
ORSTED	884,40	40,5	40,9	47,0	38,6	23,0	16,6	19,0	16,9	1,5%
PNE	7,46	-	-	7460,0	114,8	30,3	28,5	21,6	17,8	0,5%
RWE	31,55	17,0	19,8	17,5	21,2	7,4	7,6	7,4	7,7	3,0%
TERNA ENERGY	12,12	22,0	22,0	18,8	12,2	11,7	11,9	11,4	9,1	3,2%
TILT RENEWABLES	8,00	65,8	114,4	11,0	190,6	21,0	44,1	28,5	28,1	0,2%
TRANSALTA RENEWABLES	19,07	43,6	25,9	24,8	23,0	12,9	11,7	11,4	11,1	4,9%
XCEL ENERGY	71,84	25,7	24,2	22,7	21,3	14,1	13,6	13,0	12,6	2,7%
AZURE POWER GLOBAL	22,30	-	-	167,4	35,1	15,8	15,9	12,3	11,2	-
CLEARWAY ENERGY	28,45	36,2	36,7	210,7	24,3	-	12,8	11,8	11,7	4,8%
ENCAVIS	15,24	37,2	36,8	34,0	30,2	17,7	15,9	15,1	14,4	2,0%
NEOEN	36,02	94,3	94,3	67,7	47,7	22,7	18,2	15,9	13,8	0,3%
SCATEC SOLAR	213,80	177,1	52,7	46,3	30,7	18,3	15,5	13,9	11,1	1,0%
SOLARIA ENERGIA	16,80	88,4	67,5	33,3	25,6	51,1	36,4	21,4	16,8	-
ERG	24,74	35,1	33,3	27,5	26,6	10,5	10,3	9,5	9,0	3,0%
NEXTERA	72,44	-	23,2	28,8	31,2	11,1	10,0	9,4	8,9	4,2%
NORTHLAND POWER	41,08	20,4	27,2	23,7	20,4	13,9	14,3	13,2	12,6	2,9%
BROOKFIELD RENEWABLE	37,46	-	-	322,9	117,8	29,0	23,9	23,1	21,5	3,4%
MERIDIAN ENERGY	5,52	43,5	63,4	60,0	56,3	18,1	21,7	21,5	21,8	3,1%
VERBUND	67,95	40,1	39,9	33,2	31,0	20,6	19,9	17,2	16,2	1,4%
Mediana		36,7	36,7	33,3	28,1	15,8	13,9	13,2	12,6	2,4%

Źródło: Bloomberg, opracowanie mBank

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 ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAGAŻENIE (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
NIEDOWAGAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnyty, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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.

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnyty, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Investowanie 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 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 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. 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Answear, Assec Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polinord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyty, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Assec Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank 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 mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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 Biurze 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

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.

mBank S.A.
Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemicka-wilim@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl