

poniedziałek, 12 lipca 2021 | komentarz specjalny

Ceny energii: Implikacje skokowego wzrostu na 2022 rok

energetyka, przemysł, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 Piotr Poniatowski +48 22 438 24 09

Od początku roku ceny energii na rynku hurtowym w Polsce wzrosły w kontrakcie 1Y FWD o ~100 PLN/MWh. Ten skokowy wzrost notowań jest napędzany głównie przez CO₂, co oznacza że nie przekłada się to istotnie na poprawę marż w segmencie wytwarzania w koncernach energetycznych, a w przypadku PGE należy wręcz oczekiwać kontynuacji pogorszenia rentowności w elektrowniach na węgiel brunatny. Dodatkowo wyższa cen generuje naszym zdaniem znaczne ryzyko dla rentowności w obszarze obrotu, który akurat w tym roku notuje bardzo dobre wyniki. Częściowy brak przeniesienia wyższych kosztów na klientów końcowych może w skali sektora generować ubytek marży EBITDA nawet rzędu 1,5 mld PLN. Zwracamy uwagę, że przy utrzymaniu dzisiejszych poziomów na rynku hurtowym, wzrost rachunku za energię dla gospodarstw domowych może sięgnąć ~20%, przy jednoczesnej podobnej inflacji rachunków za gaz. Ewentualna ingerencja polityków na wzór roku 2019 (zamrożenie cen) może pogorszyć sentyment do sektora, tym bardziej że segment obrotu zostanie w spółkach po oczekiwanej transformacji i wydzieleniu aktywów węglowych. Oczywiście nie można też zapominać, że wyższe koszty odczują też odbiorcy przemysłowi (szerzej o spółkach najbardziej narażonych w dalszej części komentarza). Obecne trendy na TGE mogą mieć więc szerokie reperkusje dla spółek notowanych na GPW, choć oczywiście znajdujemy się dopiero na półmetku kontraktacji portfela na rok 2022 i trudno szacować finalną skalę wzrostu rachunków za energię.

Skokowy wzrost cen hurtowych

Od początku roku kontrakt roczny z dostawą na rok 2022 wzrósł z poziomu 250 PLN/MWh do ponad 350 PLN/MWh. Jest to przede wszystkim pochodną skoku notowań uprawnień do emisji (z ~30 EUR/t do ponad 50 EUR/t), które przy średnim poziomie emisyjności krańcowego bloku wytwórczego w Polsce uzasadniają wyższą cenę energii na poziomie ~90 PLN/MWh. Dodatkowo wzrostom sprzyjają dobre odczyty popytowe, problemy z dyspozycyjnością niektórych źródeł konwencjonalnych, wysokie ceny gazu oraz relatywnie mocniejszy skok cenowy energii na rynku niemieckim. Wszystko to wpływa na rekordowo wysokie notowania spotowe (średnia za ostatnie 2 tygodnie to 387 PLN/MWh).

Kontrakt na energię 1Y FWD na TGE



Źródło: TGE

Implikacja dla marż na generacji

Skokowy wzrost cen hurtowych napędzany przez CO₂ przy wysokiej emisyjności polskiego sektora energetycznego nie generuje oczywiście znaczącej poprawy marż na wytwarzaniu. Przy założeniu utrzymania obecnych parametrów rynkowych (ceny energii, CO₂, lokalne ceny węgla) tylko nowe bloki węglowe o wysokiej sprawności mogą poprawić CDS w przyszłym roku (+30 PLN/MWh i powrót do poziomów z lat 2019-20). W przypadku „starych” bloków węglowych marże raczej pozostaną bez zmian, choć w tym wypadku będzie też wiele zależało od cen węgla z kopalniach śląskich. Obecnie notowania ARA wyraźnie przewyższają polski benchmark PCMI (13 PLN/MJ w kontrakcie rocznym vs 11 PLN/MJ), co przy trudnej sytuacji kopalni może być argumentem za podwyżkami (wiele też będzie zależało od procesu notyfikacji pomocy publicznej dla górnictwa, który jest w toku). Najtrudniej w obecnym otoczeniu radzą sobie bloki na węgiel brunatny (wskaźnik emisyjności ~1,2 t CO₂/MWh), gdzie można oczekiwać spadku rentowności o kolejne 30 PLN/MWh r/r. W tym kontekście perspektywa rentowności w segmencie wytwarzania w PGE wygląda zdecydowanie gorzej niż w Enei czy Tauronie.

Modelowe marże na generacji wg. źródeł

(PLN/MWh)	2018	2019	2020	2021	2022P*
w. brunatny	137,8	159,9	142,3	104,7	86,3
w. kamienny (nowe bloki)	69,3	104,3	103,9	70,4	102,0
w. kamienny (stare bloki))	38,6	59,8	48,9	15,4	18,1

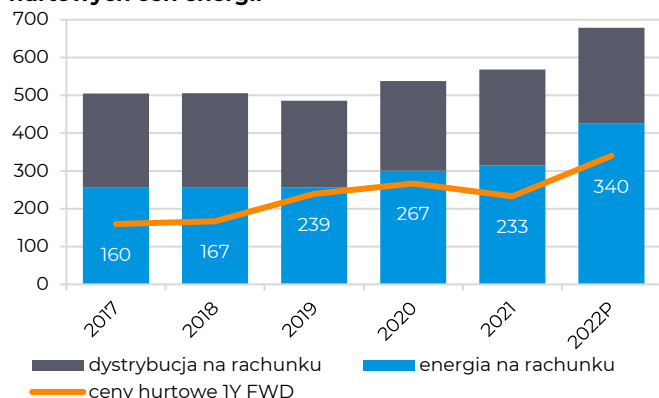
*szacunki przy założeniu utrzymania do końca roku obecnych cen CO₂, energii i węgla na rynku polskim
Źródło: szacunki mBanku

Ryzyko dla rentowności obrotu

Wysokie ceny hurtowe to oczywiście pytanie o możliwość ich przełożenia na klientów w roku 2022. Skala wzrostu w przypadku klientów biznesowych w zależności od segmentu może sięgać od +15% do +30%, a w przypadku gospodarstw domowych około 19%. Ta sytuacja rodzi skojarzenie z rokiem 2019, kiedy resort energii zamroził ceny energii, co generowało spore zamieszanie i niepewność na rynku. Trudno ocenić ryzyko powtórzenia tego scenariusza, choć na pewno kwestia cen energii to bardzo wrażliwy politycznie temat, szczególnie w kontekście wyborów parlamentarnych w 2023 roku. Nawet jednak przy braku ingerencji rządu, w tych warunkach należy oczekiwać znacznego pogorszenia marżowości w segmencie obrotu, który akurat w roku 2021 mocno odrabia „straty” z lat 2019-20 (szacujemy że średnia ważona marża na 1 MWh podwoiła się w 1Q'2021).



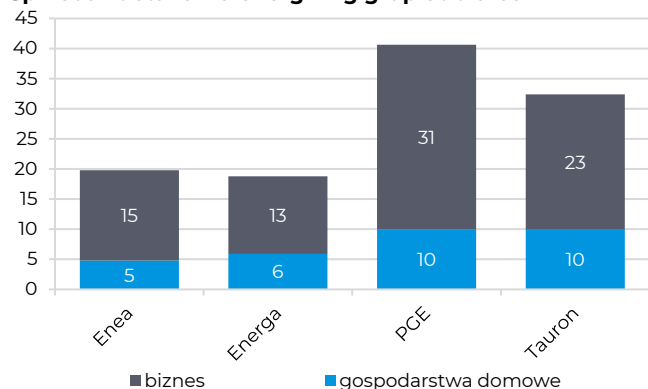
Rachunek końcowy dla odbiorców „domowych” na tle hurtowych cen energii



Źródło: ARE, szacunki mBanku

W przypadku sprzedaży regulowanej URE na pewno nie zaakceptuje pełnego przeniesienia kosztów zakupu energii na klienta, tym bardziej że równocześnie rosną koszty zielonych certyfikatów (potencjalnie dodatkowe 4 PLN/MWh w cenie energii). Możliwość amortyzowania tego wzrostu opłatą dystrybucyjną jest ograniczona. Spada co prawda regulowany WACC, a systemowy koszt rynku mocy będzie niższy o ~5% (niższa cena w aukcji na 2022 rok), ale wg naszych szacunków tegoroczne opłaty mocowe i tak generowały deficyt u Zarządcy Rozliczeń, więc nie musi to z automatu oznaczać ich obniżenia. Do przeniesienia na klientów może być w ujęciu r/r ponad 100 PLN/MWh, więc pole do utraty marży jest dość szerokie. Każde 20 PLN/MWh nieprzeniesione w rachunku klienta będzie implikować następujące pogorszenie na linii EBITDA: Enea 100 mln PLN, PGE 200 mln PLN i Tauron 200 mln PLN (w przypadku PGE i Tauronu część sprzedaży do gospodarstw domowych jest wyłączona z regulacji więc teoretycznie może to zmniejszać ten efekt, choć duży „rozstrzał” w kwotowaniu klientów „domowych” może być pewnym problemem.

Sprzedaż detaliczna energii wg grup odbiorców w TWh



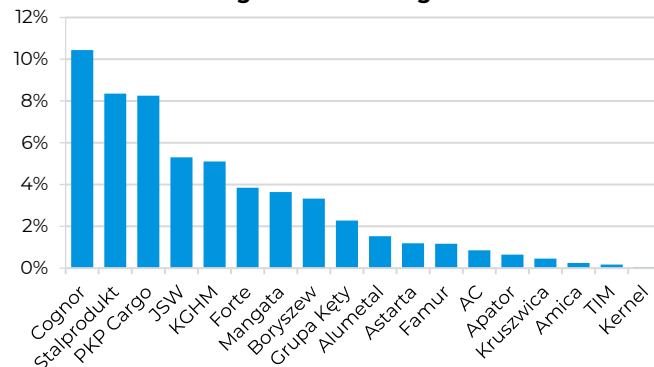
Źródło: Spółki, szacunki mBanku

Jeśli chodzi o marże w segmencie klientów biznesowych to nawet pomimo braku regulacji, realny jest scenariusz powrotu do rentowności z roku 2020. W tym wypadku każde 10 PLN/MWh marży mniej to ubytek EBITDA rzędu 150 mln PLN w Enei, 300 mln PLN w PGE i 220 mln PLN w Tauronie.

Wzrost kosztów dla spółek przemysłowych

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy około 20% wzrosty cen energii elektrycznej w taryfie B dla przedsiębiorstw. Oznacza to podwyżki kosztów dla branż najbardziej energochłonnych. Przykładem może być Cognor (producent stali w technologii elektrycznej), Stalprodukt (hutnictwo cynku), PKP Cargo (przewozy towarów kolejną) czy JSW i KGHM. Wzrosty energii odczują także Forte, Mangata, czy Boryszew i Grupa Kęty. Czy uda się przenieść rosnące koszty na klienta to zależy od koniunktury w 2022 r. Producenci w 2021 r. korzystają na odbiciu gospodarki i odbudowie zapasów. Jak na razie trudno jest jednoznacznie określić, czy uda się przenieść swobodnie koszty na konsumenta w 2022 r.

Udział kosztów energii w kosztach ogółem



Źródło: Spółki, szacunki mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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 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, Sygnity. 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. 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 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, Sygnity, 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.

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.

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 emitenta 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, Asseco 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, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, MoBRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Opono.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Asseco 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 abonentową 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 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

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

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

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

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

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

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

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

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@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.lempicka-wilim@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