

**Energetyka**

Polska

Cena bieżąca	20,70 PLN
Cena docelowa	23,07 PLN
Kapitalizacja	38,7 mld PLN
Free float	11,9 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	76,3 mln PLN

Struktura akcjonariatu

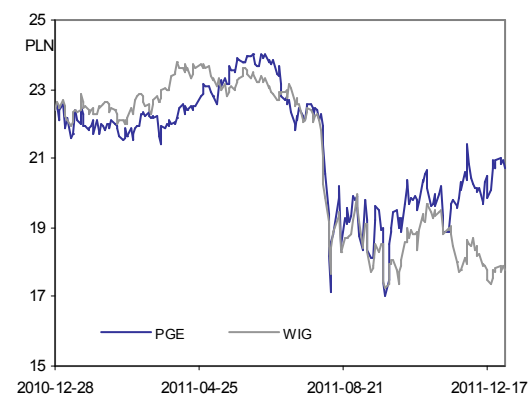
Skarb Państwa	69,29%
Pozostali	30,71%

Strategia dotycząca sektora

Polski sektor energetyczny powinien wykazywać coraz większą korelację z rynkami UE, co będzie oznaczać stopniową konwergencję cen. Dodatkowo ten proces powinien być wspierany przez wzrost konsumpcji, przy jednoczesnym braku inwestycji w nowe moce wytwórcze. Może to w przyszłości prowadzić do deficytu energii w okresach szczytowego zapotrzebowania.

Profil spółki

PGE jest największym w Polsce holdingiem energetycznym, w którego skład wchodzi elektrownie i elektrociepłownie o łącznych mocach 12,4 GW i rocznej produkcji na poziomie 57 TWh, co daje około 40% udział w krajowym rynku. Około 68% prądu produkowane jest w oparciu o dostawy surowca z własnych kopalni węgla brunatnego. Spółka posiada także własną sieć dystrybucji energii (około 26% polskiego rynku) oraz spółkę detaliczną zajmującą się sprzedażą energii do klientów końcowych.

Kurs akcji PGE na tle WIG**Kamil Kliszcz**

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

PGE

PGE PW; PGEP.WA

Akumuluj

(Obniżona)

Ustawa wymusza rewizję zysków dla OZE

W końcu grudnia, już po naszym ostatnim raporcie analitycznym, Ministerstwo Gospodarki skierowało do konsultacji nowy projekt ustawy o wsparciu odnawialnych źródeł energii. Zmiany jakie przewiduje ten dokument są na tyle istotne, że ich uwzględnienie w modelu implikuje obniżenie rentowności zarówno istniejących instalacji jak i tych planowanych. Zakładamy, że propozycje resortu, choć budzą sprzeciw branży (obniżenie wsparcia dla współspalania i wiatru oraz odebranie zielonych certyfikatów ponad 15-letnim elektrowniom wodnym) zostaną wprowadzone w obecnie zarysowanym kształcie począwszy od 2013 roku (wstępny termin ustalony na lipiec 2012 wydaje się mało realny). Ubytek zysku operacyjnego w przypadku PGE można szacować na około 236 mln PLN rocznie, ale ta wartość będzie się zwiększać w kolejnych latach z uwagi na uruchamianie planowanych farm wiatrowych (o ile Spółka nie zrezygnuje z części projektów po „odebraniu” 25% zielonych certyfikatów). Negatywny wpływ na naszą wyceną łagodzi nieco uwzględnienie otrzymanego od Alstomu odszkodowania za nieterminowe oddanie bloku w Elektrowni Bełchatów w kwocie 300 mln PLN (kwota pojawiła się w doniesieniach prasowych). Ostatecznie cenę docelową obniżamy z 23,93 PLN do 23,07 PLN i obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj (efekt obniżenia wyceny i wzrostu kursu w ostatnich tygodniach).

Nowa ustawa o OZE uderzy w rentowność od 2013 roku

Jedną z kluczowych zmian jest wprowadzenie tzw. współczynników korygujących różnicujących przydział zielonych certyfikatów w zależności od rodzaju źródła. Na podstawie prezentacji załączonej do projektu ustawy można wnioskować, że ten mnożnik będzie wynosił 70% dla współspalania biomasy, 75% dla energii z lądowych farm wiatrowych, 95% dla kotłów typowo biomasowych i 105% dla elektrowni wodnych powyżej 20 MW. Uprawnienia do świadectw pochodzenia stracą instalacje starsze niż 15 lat, co w przypadku sektora będzie dotyczyć przede wszystkim elektrowni wodnych, które w większości powstały w drugiej połowie zeszłego wieku. Inną istotną zmianą w stosunku do obecnego systemu będzie sposób kalkulacji opłaty zastępczej, która do tej pory była indeksowana o inflację i wzrost cen energii elektrycznej, co gwarantowało jej coroczny wzrost. Ostatnią z kluczowych zmian jest zniesienie gwarancji ceny zbycia energii z OZE, co może mieć znaczenie dla mniej stabilnych źródeł takich jak turbiny wiatrowe (sprzedaż poza okresami szczytowymi w porach nocnych może oznaczać niższe przychody). W przypadku PGE przykladać tylko wskaźniki P/E i EV/EBITDA do zmniejszonych zysków roku 2013 ubytek w wycenie można szacować na około 70 groszy na akcję. Spółka ma jednak plany znaczącej rozbudowy parku elektrowni wiatrowych, których rentowność pod nowymi przepisami na pewno będzie niższa, tak więc efektywny negatywny wpływ na wycenę jest większy.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	21 623,4	20 476,5	28 913,2	30 022,9	32 033,3
EBITDA	7 983,4	6 840,5	7 958,6	8 338,1	7 896,2
marża EBITDA	36,9%	33,4%	27,5%	27,8%	24,6%
EBIT	5 344,7	4 185,3	5 370,0	5 587,4	5 114,4
Zysk netto	3 370,7	3 014,1	5 896,3	4 459,1	3 931,7
DPS	0,71	0,85	0,65	1,58	1,19
P/E	10,6	12,8	6,6	8,7	9,8
P/CE	6,0	6,8	4,6	5,4	5,8
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA*	4,7	5,3	4,1	4,2	5,0
DYield	3,4%	4,1%	3,1%	7,6%	5,8%

*wskaźnik uwzględnia wartość pakietu Polkomtel

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 raportu.

Zmiany w systemie wsparcia OZE

Pod koniec grudnia 2011 do konsultacji trafił przygotowany przez Ministerstwo Gospodarki projekt ustawy regulującej zasady wsparcia odnawialnych źródeł energii. Jeśli ostatecznie proponowane zmiany zostaną wprowadzone w życie, a trudno chyba zakładać wycofanie się rządu z tego pomysłu, to modyfikacje w stosunku do obecnego systemu będą dość znaczące. Jedną z kluczowych zmian jest wprowadzenie tzw. współczynników korygujących różnicujących przydział zielonych certyfikatów w zależności od rodzaju źródła wytwarzania (dotychczas każda 1MWh energii odnawialnej generowała 1 zielony certyfikat). Wartość tych mnożników ma zostać podana w formie rozporządzenia, ale w jednym z dokumentów przesłanych do konsultacji przez resort znalazł się wykres, który przedstawia wstępne propozycje w tej sprawie. Na podstawie tej prezentacji można wnioskować, że w ramach nowych przepisów współczynnik korygujący będzie wynosił 70% dla współspalania biomasy, 75% dla energii z lądowych farm wiatrowych, 95% dla kotłów typowo biomasowych i 105% dla elektrowni wodnych powyżej 20 MW. Uprawnienia do świadectw pochodzenia stracą instalacje starsze niż 15 lat, co w przypadku sektora będzie dotyczyć przede wszystkim elektrowni wodnych, które w większości powstawały w drugiej połowie zeszłego wieku. Inną istotną zmianą w stosunku do obecnego systemu będzie sposób kalkulacji opłaty zastępczej, która do tej pory była indeksowana o inflację i wzrost cen energii elektrycznej, co gwarantowało jej coroczny wzrost. Tymczasem obecnie wyznaczono maksymalny poziom opłaty na 470 PLN/MWh, który ma być korygowany o średni poziom ceny energii na rynku konkurencyjnym z roku poprzedzającego (ustalany przez URE). Jest on co prawda zbliżony do tego co dzisiaj otrzymują podmioty produkujące 1 MWh zielonej energii (cena energii „czarnej” na poziomie 195 PLN/MWh i cena zielonego certyfikatu 270 PLN/MWh), ale według „starych” regulacji firmy mogły liczyć na coroczny wzrost tego jednostkowego przychodu w przypadku pozytywnych tendencji na rynku energii. Ostatnią z kluczowych zmian jest zniesienie gwarancji ceny zbycia energii z OZE, co może mieć znaczenie dla mniej stabilnych źródeł takich jak turbiny wiatrowe (sprzedaż poza okresami szczytowymi w porach nocnych może oznaczać niższe przychody).

Produkcja energii z OZE i potencjalna wartość utraconych przychodów w skali roku po zmianie systemu (dane prognozowane na rok 2013)

(mln PLN)	Enea	PGE	Tauron
Współspalanie biomasy GWh	322	680	620
przychody z certyfikatów	83,7	176,8	161,2
utrata przychodów w nowym systemie	-25,1	-53,0	-48,4
Elektrownie wodne GWh	150	590	480
przychody z certyfikatów	39,0	153,4	124,8
utrata przychodów w nowym systemie	-39,0	-153,4	-124,8
Energia wiatrowa GWh	490	450	245
przychody z certyfikatów	127,4	117	63,7
utrata przychodów w nowym systemie	-31,9	-29,3	-15,9
Kocioł na biomasę GWh	190	0	450
przychody z certyfikatów	49,4	0,0	117,0
utrata przychodów w nowym systemie	-2,5	0,0	-5,9
Łączne przychody z zielonych certyfikatów	299,5	447,2	466,7
Utrata przychodów w nowym systemie	-98,4	-235,7	-194,9

Źródło: Spółki, opracowanie DI BRE

W naszym modelu zdecydowaliśmy się uwzględnić główne założenia nowego projektu ustawy, począwszy od roku 2013 (ze względu na proces legislacyjny trudno sobie wyobrazić wcześniejszą implementację nowego systemu- raczej nie jest możliwe technicznie wprowadzenie tego w trakcie roku jak wstępnie założył resort). W przypadku PGE największy ubytek po stronie przychodów i jednocześnie zysków pojawi się w segmencie OZE z tytułu utraty wsparcia przez stare elektrownie wodne (prawdopodobnie żadna ze względu na wiek instalacji nie zakwalifikuje się na przydział świadectw pochodzenia). Istotnego negatywnego wpływu spodziewamy się również ze strony niższego wskaźnika korygującego dla współspalania biomasy. Mniejsze znaczenie mają obniżone przychody planowanych bądź już uruchomionych farm wiatrowych. Zaaplikowanie do naszego modelu nowego systemu wsparcia OZE w takim kształcie oczywiście obniża wycenę Spółki. Przykładając tylko wskaźniki P/E i EV/EBITDA do zmniejszonych zysków roku 2013 ten ubytek można szacować na około 70 groszy na akcję, ale negatywny wpływ w długim terminie jest większy z uwagi na zaplanowane wysokie inwestycje w OZE, które ze względów politycznych raczej nie będą ograniczane.

Założenia makroekonomiczne

W poniższej tabeli przedstawiamy założenia makroekonomiczne przyjęte do modelu DCF.

	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Cena ropy Brent USD/Bbl	62,0	79,7	108,6	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Cena energii EEX EUR/MWh	49,3	49,9	56,0	54,4	59,9	60,4	61,0	61,6	62,3	63,0	63,7	64,4
Cena energii w Polsce w PLN/MWh	195,0	190,0	195,0	203,3	217,0	223,0	217,0	219,2	221,4	223,7	226,1	228,6
Cena certyfikatu CO2 EUR/t	13,8	14,5	13,2	10,0	15,0	15,6	16,3	17,0	17,7	18,4	19,2	20,0
Cena węgla energetycznego PLN/t	268,5	253,6	261,2	282,1	290,6	296,3	302,2	308,3	311,5	311,5	311,5	311,5
PLN/USD średniorocznie	3,12	3,02	2,96	3,20	3,00	2,80	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70
EUR/PLN średniorocznie	4,33	3,99	4,12	4,26	3,99	3,72	3,59	3,59	3,59	3,59	3,59	3,59
Produkcja energii PGE (TWh)	53,8	52,7	57,2	59,3	61,4	61,5	63,0	64,4	68,3	74,8	77,6	77,8
węgiel brunatny	35,9	35,3	38,8	41,7	43,5	43,4	44,0	42,2	41,8	43,9	44,4	45,0
węgiel kamienny	14,7	14,3	15,2	14,3	14,3	14,3	13,5	12,8	14,4	17,6	18,8	18,4
gaz ziemny	2,0	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	3,5	6,3	7,6	8,7	9,7	9,7
wiatr	0,1	0,1	0,1	0,2	0,5	0,7	0,9	2,2	3,4	3,6	3,6	3,6
pozostałe	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Źródło: Bloomberg, PGE, szacunki DI BRE

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej cenę docelową akcji PGE szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 23,07 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	20,34
Wycena DCF	50%	22,58
	cena wynikowa	21,46
	cena docelowa za 9 m-cy	23,07

Wycena DCF

Założenia modelu

1. Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec grudnia 2011 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy kapitały mniejszości oraz dług netto na koniec 2010 roku powiększony o wypłaconą już dywidendę z zysku za rok 2010.
2. W modelu uwzględniamy przedstawione wcześniej założenia makroekonomiczne.
3. W wycenie bierzemy pod uwagę wartość posiadanych przez PGE aktywów pozaoperacyjnych, a więc gotówkę ze sprzedaży 21,85% pakiet w Polkomtelu (3,2 mld PLN netto po podatku łącznie z otrzymaną w tym roku dywidendą) oraz akcje i obligacje Autostrady Wielkopolskiej (369 mln PLN).
4. Wycenę powiększamy o oczekiwany zwrot nadpłaconej akcyzy od strat sieciowych, który szacujemy na 320 mln PLN.
5. Wolne przepływy pieniężne dla lat prognozy oczyszczamy o część sporną rekompensat KDT, poprzez zwiększenie salda należności.
6. W roku 2020 amortyzacja jest wyższa niż CAPEX, co nie jest możliwe do utrzymania w dłuższym terminie, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 3,8 mld PLN.
7. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy marżę EBITDA z roku 2020.
8. Po roku 2020 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,9%, współczynnik beta na poziomie 0,9.

Model DCF wyceny akcji PGE

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
Przychody ze sprzedaży	28 913	30 023	32 033	33 168	33 344	34 375	36 095	38 496	39 937	40 666	40 666
zmiana	41,2%	3,8%	6,7%	3,5%	0,5%	3,1%	5,0%	6,7%	3,7%	1,8%	0,0%
EBITDA	7 958,6	8 338,1	7 896,2	8 642,4	8 771,0	9 179,2	9 744,0	10 419,0	10 711,2	10 326,2	10 326,2
marża EBITDA	27,5%	27,8%	24,6%	26,1%	26,3%	26,7%	27,0%	27,1%	26,8%	25,4%	25,4%
Amortyzacja	2 588,7	2 750,7	2 781,7	3 128,2	3 607,9	4 568,7	4 859,3	5 015,6	5 168,0	5 326,7	3 820,7
EBIT	5 370,0	5 587,4	5 114,4	5 514,2	5 163,1	4 610,5	4 884,7	5 403,4	5 543,2	4 999,5	6 505,5
marża EBIT	18,6%	18,6%	16,0%	16,6%	15,5%	13,4%	13,5%	14,0%	13,9%	12,3%	16,0%
Opodatkowanie EBIT	1 020,3	1 061,6	971,7	1 047,7	981,0	876,0	928,1	1 026,6	1 053,2	949,9	1 236,1
NOPLAT	4 349,7	4 525,8	4 142,7	4 466,5	4 182,1	3 734,5	3 956,6	4 376,7	4 490,0	4 049,6	5 269,5
CAPEX	-4 900	-6 136	-8 562	-8 264	-8 244	-7 636	-6 005	-4 148	-3 932	-3 821	-3 821
Kapitał obrotowy	-576,9	-106,5	-193,0	-108,9	-16,9	-98,9	-165,2	-230,5	-138,3	-70,0	-70,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	1 461,0	1 034,2	-1 830,5	-777,9	-470,8	568,0	2 646,2	5 013,4	5 587,9	5 485,6	5 199,5
WACC	10,4%	10,4%	9,9%	9,7%	9,4%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
współczynnik dyskonta	100,0%	90,6%	82,4%	75,1%	68,7%	62,8%	57,4%	52,4%	47,9%	43,8%	43,8%
PV FCF	1 461,0	936,8	-1 508,4	-584,4	-323,3	356,6	1 518,1	2 628,2	2 676,7	2 401,1	
WACC	10,4%	10,4%	9,9%	9,7%	9,4%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Stopa wolna od ryzyka	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	10,0%	15,0%	20,0%	21,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt kapitału własnego	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%										
Wartość rezydualna (TV)	69 906										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	30 598										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	9 562										
Wartość firmy (EV)	40 161										
Dług netto 2010 (skor.)	1 204										
Udziałowcy mniejszościowi	599										
Wartość udziałów w Polkomtelu	3 164										
Pozostałe aktywa pozaoperacyjne	369										
Należny zwrot akcyzy od strat sieciowych	320										
Ostateczna wartość PGE	42 211										
Liczba akcji (mln)	1 870										
Wartość firmy na akcję (PLN)	22,58										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,5%										
Cena docelowa	24,26										
EV/EBITDA(*12) dla ceny docelowej	5,7										
P/E(*12) dla ceny docelowej	10,2										
Udział TV w EV	76%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0pp	19,21	20,54	22,18	24,26	27,00	
WACC +0,5pp	19,84	21,31	23,16	25,53	28,71	
WACC	20,54	22,18	24,26	27,00	30,73	
WACC -0,5pp	21,31	23,16	25,53	28,71	33,17	
WACC -0,1,0pp	22,18	24,26	27,00	30,73	36,16	

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/CE i EV/EBITDA w horyzoncie 2011-2013. Do grupy porównawczej wybraliśmy spółki energetyczne prowadzące swoją działalność zarówno w segmencie produkcji energii jak i dystrybucji, a także PGNiG którego model działalności jest zbliżony do profilu utility. W poniższym zestawieniu znajdują się podmioty zagraniczne oraz krajowe o dużym stopniu zróżnicowania jeśli chodzi o źródła wytwórcze (paliwa, poziom emisji, wiek mocy zainstalowanej), jak i udział poszczególnych obszarów aktywności w skonsolidowanych wynikach. W ostatecznej wycenie przyjęliśmy jednakowe wagi dla mnożników i poszczególnych lat prognozy. Dane finansowe PGE i Tauronu na potrzeby kalkulacji wskaźników korygujemy o wielkość przychodów z rekompensat KDT, które następnie dodajemy do wyceny jako zagregowany zdyskontowany przepływ pieniężny. Implikowana wartość akcji PGE w tej metodzie wynosi 20,36 PLN/akcję, z czego 0,43 PLN stanowią zdyskontowane KDT-y.

	Cena	P/CE				EV/EBITDA			
		2010	2011P	2012P	2013P	2010	2011P	2012P	2013P
EDF	19,80	3,2	3,7	3,4	3,2	4,7	5,2	4,8	4,6
E.ON AG	17,62	3,9	5,7	4,8	4,5	5,3	7,5	6,4	6,0
IBERDROLA	5,05	5,5	5,2	4,9	4,7	7,8	7,4	6,9	6,7
ENEL SPA	3,19	3,0	3,0	2,9	2,8	4,7	4,6	4,5	4,4
RWE AG	27,94	2,8	3,4	3,1	3,2	4,1	5,0	4,7	4,9
ENDESA SA	16,47	4,0	4,0	3,9	3,8	4,5	4,7	4,6	4,4
FORTUM OYJ	17,16	7,7	7,4	7,5	7,2	10,2	9,4	9,6	9,4
NATIONAL GRID PLC	6,13	8,2	7,3	6,9	6,6	10,2	9,4	9,2	8,6
CEZ	735,00	5,9	6,1	5,9	5,6	5,9	6,1	5,7	5,8
ENEA	18,00	6,2	5,7	5,2	4,8	3,7	3,3	2,9	2,6
PGNiG	4,08	5,9	8,4	5,9	4,5	6,4	10,1	5,8	4,4
TAURON (bez KDT)	5,35	5,0	4,0	3,4	3,2	5,9	5,1	4,1	3,8
Maksimum		8,2	8,4	7,5	7,2	10,2	10,1	9,6	9,4
Minimum		2,8	3,0	2,9	2,8	3,7	3,3	2,9	2,6
Mediana		5,3	5,5	4,8	4,5	5,6	5,6	5,3	4,7
PGE (bez KDT)	20,70	7,2	5,0	5,5	5,8	5,6	5,2	4,5	4,7
(premia / dyskonto)		36,0%	-9,0%	13,9%	28,0%	1,2%	-8,4%	-13,8%	-0,8%
Implikowana wycena									
Mediana		5,3	5,5	4,8	4,5	5,6	5,6	5,3	4,7
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Implikowana wartość PGE(PLN)	19,91								
Zdyskontowana wartość KDT na akcję	0,44								
Implikowana wartość PGE (PLN)	20,34								

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2010

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	23 090,7	19 408,7	21 623,4	20 476,5	28 913,2	30 022,9	32 033,3
zmiana	-5,1%	-15,9%	11,4%	-5,3%	41,2%	3,8%	6,7%
w tym KDT	0,0	1 322,0	1 532,3	334,2	550,0	250,0	50,0
EBIT, w tym	2 134,3	3 262,3	5 344,7	4 185,3	5 370,0	5 587,4	5 114,4
Wydobycie i wytwarzanie	1 485,9	2 650,1	4 026,3	2 981,7	4 149,3	4 133,1	3 474,8
Energetyka odnawialna	87,6	135,7	77,6	154,0	114,1	181,9	134,4
Dystrybucja energii	213,4	229,9	263,2	566,7	774,9	927,7	1 123,7
Sprzedaż hurtowa	201,7	74,5	439,4	173,1	176,8	182,7	206,5
Sprzedaż detaliczna	41,4	76,7	397,7	204,5	94,4	95,7	97,1
Pozostała działalność	104,2	95,3	140,5	105,3	60,6	66,2	78,0
EBIT	2 134,3	3 262,3	5 344,7	4 185,3	5 370,0	5 587,4	5 114,4
zmiana	-8,1%	52,8%	63,8%	-21,7%	28,3%	4,0%	-8,5%
marża EBIT	9,2%	16,8%	24,7%	20,4%	18,6%	18,6%	16,0%
Wynik na działalności finansowej	-396,0	-331,3	-208,4	-136,1	-199,5	24,8	-170,4
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	239,2	238,6	242,2	227,0	2 183,9	0,0	0,0
Zysk brutto	1 977,5	3 169,5	5 378,5	4 276,3	7 354,4	5 612,2	4 944,1
Podatek dochodowy	-948,1	499,3	1 041,3	673,4	1 371,0	1 066,3	939,4
Udziałowcy mniejszościowi	803,0	750,1	966,5	613,0	87,1	86,8	73,0
Zysk z działalności zaniechanej	1 845,3	0,0	0,0	24,2	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	3 967,9	1 920,2	3 370,7	3 014,1	5 896,3	4 459,1	3 931,7
zmiana	130,3%	-51,6%	75,5%	-10,6%	95,6%	-24,4%	-11,8%
marża	17,2%	9,9%	15,6%	14,7%	20,4%	14,9%	12,3%
Amortyzacja	3 840,8	2 584,6	2 638,7	2 655,2	2 588,7	2 750,7	2 781,7
EBITDA	5 975,1	5 846,9	7 983,4	6 840,5	7 958,6	8 338,1	7 896,2
zmiana	-3,0%	-2,1%	36,5%	-14,3%	16,3%	4,8%	-5,3%
marża EBITDA	25,9%	30,1%	36,9%	33,4%	27,5%	27,8%	24,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1 470,6	1 470,6	1 730,1	1 869,8	1 869,8	1 869,8	1 869,8
EPS	2,7	1,3	1,9	1,6	3,2	2,4	2,1
CEPS	5,3	3,1	3,5	3,0	4,5	3,9	3,6
ROAE	16,3%	8,7%	12,5%	8,8%	14,9%	10,5%	8,9%
ROAA	7,9%	4,2%	6,6%	5,7%	10,9%	7,7%	6,2%

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	45 309,4	47 192,3	54 447,8	51 473,9	56 367,3	59 903,3	65 956,9
Majątek trwały	38 419,9	40 701,2	41 964,4	44 137,4	45 159,2	48 544,2	54 324,4
Rzeczowe aktywa trwałe	36 282,6	37 811,6	38 945,7	41 442,2	43 742,6	47 118,5	52 870,7
Wartości niematerialne i prawne	138,6	142,0	153,3	202,6	213,9	223,1	251,0
Udziały w innych podmiotach	726,1	1 479,1	1 354,8	1 408,5	118,5	118,5	118,5
Pozostałe aktywa trwałe	1 272,6	1 268,6	1 510,6	1 084,1	1 084,1	1 084,1	1 084,1
Majątek obrotowy	6 889,4	6 491,1	12 483,4	7 336,5	11 208,2	11 359,1	11 632,5
Zapasy	798,9	1 128,0	1 271,2	1 090,5	1 330,0	1 381,1	1 473,5
Należności krótkoterminowe	2 335,2	1 792,6	2 059,1	2 094,5	2 602,2	2 702,1	2 883,0
Pozostałe aktywa obrotowe	1 028,9	1 429,6	1 440,2	1 421,0	1 421,0	1 421,0	1 421,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	2 726,4	2 140,8	7 712,8	2 730,4	5 854,9	5 854,9	5 854,9
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	45 309,4	47 192,3	54 447,8	51 473,9	56 367,3	59 903,3	65 956,9
Kapitał własny	21 252,4	22 809,7	31 168,3	37 084,0	41 900,0	43 410,9	45 113,1
Kapitał akcyjny	14 705,8	14 705,8	17 300,9	18 697,8	18 697,8	18 697,8	18 697,8
Pozostałe kapitały własne	6 546,6	8 103,9	13 867,4	18 386,1	23 202,2	24 713,1	26 415,3
Kapitał mniejszości	8 168,0	7 365,9	7 681,4	598,8	506,0	592,7	665,7
Zobowiązania długoterminowe	10 469,8	9 519,9	9 762,3	7 199,8	7 199,8	8 456,4	11 242,0
Pożyczki i kredyty	5 739,4	4 470,8	4 056,3	1 804,4	1 804,4	3 061,1	5 846,6
Pozostałe	4 730,4	5 049,1	5 706,1	5 395,4	5 395,4	5 395,4	5 395,4
Zobowiązania krótkoterminowe	5 419,1	7 496,8	5 835,7	6 591,4	6 761,6	7 443,2	8 936,0
Pożyczki i kredyty	1 312,1	3 038,1	969,9	915,0	915,0	1 552,1	2 964,6
Zobowiązania handlowe	1 554,0	1 012,1	1 082,6	986,3	1 156,5	1 200,9	1 281,3
Pozostałe	2 553,0	3 446,6	3 783,2	4 690,1	4 690,1	4 690,1	4 690,1
Dług	7 051,5	7 508,9	5 026,2	2 719,4	2 719,4	4 613,2	8 811,2
Dług netto	4 325,1	5 368,0	-2 686,6	-11,0	-3 135,5	-1 241,7	2 956,3
(Dług netto / Kapitał własny)	20,4%	23,5%	-8,6%	0,0%	-7,5%	-2,9%	6,6%
(Dług netto / EBITDA)	0,7	0,9	-0,3	0,0	-0,4	-0,1	0,4
BVPS	14,5	15,5	18,0	19,8	22,4	23,2	24,1

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	5 683,4	5 386,6	7 298,9	6 611,0	6 010,7	7 165,2	6 763,8
Zysk netto	3 967,9	1 920,2	3 370,7	3 014,1	5 896,3	4 459,1	3 931,7
Amortyzacja	3 840,8	2 584,6	2 638,7	2 655,2	2 588,7	2 750,7	2 781,7
Kapitał obrotowy	4,6	-904,6	-499,5	493,4	-576,9	-106,5	-193,0
Pozostałe	-2129,9	1786,4	1789,0	448,3	-1897,3	62,0	243,3
Przepływy inwestycyjne	-3 511,5	-5 444,5	-3 628,6	-7 468,3	-1 319,6	-5 766,5	-8 169,4
CAPEX	-3 635,3	-4 124,1	-4 022,2	-4 522,4	-4 900,4	-6 135,7	-8 561,9
Pozostałe	123,8	-1320,3	393,6	-2945,8	3580,9	369,2	392,4
Przepływy finansowe	-2 761,2	-528,3	1 898,3	-4 111,8	-1 566,7	-1 398,7	1 405,6
Emisja akcji	0,0	0,0	5 917,5	-0,6	0,0	0,0	0,0
Dług	-1 716,8	288,2	-2 454,7	-2 371,3	0,0	1 893,8	4 198,0
Dywidenda (buy-back)	-229,8	-424,4	-1 227,4	-1 580,1	-1 215,4	-2 948,1	-2 229,5
Pozostałe	-814,6	-392,1	-337,2	-159,8	-351,3	-344,4	-562,8
Zmiana stanu środków pieniężnych	-586,4	-582,7	5 568,6	-4 969,1	3 124,5	0,0	0,0
Środki pieniężne na koniec okresu*	2 726,4	2 140,8	7 705,9	2 736,9	5 861,4	5 861,4	5 861,4
DPS (PLN)	0,16	0,29	0,71	0,85	0,65	1,58	1,19
FCF	3 292,5	318,9	2 420,4	2 138,1	1 110,3	1 029,5	-1 798,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	15,7%	21,2%	18,6%	22,1%	16,9%	20,4%	26,7%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	7,7	15,9	10,6	12,8	6,6	8,7	9,8
P/CE	3,9	6,8	6,0	6,8	4,6	5,4	5,8
P/BV	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	1,3	1,6	1,7	1,9	1,3	1,3	1,2
FCF/EV	8,3%	0,8%	6,4%	5,9%	3,4%	3,0%	-4,6%
EV/EBITDA	6,7	6,8	4,7	5,3	4,1	4,2	5,0
EV/EBIT	18,6	12,3	7,0	8,6	6,1	6,2	7,7
EV/S	1,7	2,1	1,7	1,8	1,1	1,2	1,2
DYield	0,8%	1,4%	3,4%	4,1%	3,1%	7,6%	5,8%

Cena (PLN)**20,70**

Liczba akcji na koniec roku (mln)	1470,6	1470,6	1730,1	1869,8	1869,8	1869,8	1869,8
MC (mln PLN)	30 440,9	30 440,9	35 812,9	38 704,5	38 704,5	38 704,5	38 704,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	8168,0	7365,9	7681,4	598,8	506,0	592,7	665,7
EV (mln PLN)	39 769,9	40 010,7	37 643,5	36 128,1	32 910,8	34 891,4	39 162,3

*różnica w pozycji środków pieniężnych między bilansem a rachunkiem cash flow wynika z wyłączenia gotówki przypisanej do działalności zaniechanej

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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@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
michał.jakubowski@dibre.com.pl

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michał.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
michał.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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PGE

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2011-05-06	2011-05-17	2011-09-06	2011-12-13
kurs z dnia rekomendacji	23,64	24,15	19,01	19,75
WIG w dniu rekomendacji	49266,97	48940,24	38992,56	37908,42