



analitik: Kamil Hajdamowicz

data sporządzenia: 09.08.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
13,18	24 643,4	42,6%	25 966,0	7,0	0,56

PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. jest jednym z największych producentów i dostawców energii elektrycznej w Polsce oraz jedną z największych firm z sektora elektroenergetycznego w Europie Środkowej i Wschodniej. EKD: 35.10

Wyniki kwartalne (mln zł)	Q2'17	Q2'17-wstępne	różnica	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17
Przychody	4879,0			6533,0	6897,0	7529,0	5741,0	4879,0
<i>dynamika r/r</i>	<i>-25,3%</i>			<i>-2,4%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>2,0%</i>	<i>-19,5%</i>	<i>-25,3%</i>
EBIDTA	1496,0	1497,0	-1,0	1321,0	1643,0	2590,0	1949,0	1496,0
<i>marża EBITDA</i>	<i>30,7%</i>			<i>20,2%</i>	<i>23,8%</i>	<i>34,4%</i>	<i>33,9%</i>	<i>30,7%</i>
EBITDA Segmenty (wybrane):								
<i>Dystrybucja</i>	604,0	604,0	0,0	562,0	568,0	545,0	618,0	604,0
<i>Wytwarzanie</i>	620,0	620,0	0,0	568,0	878,0	1736,0	992,0	620,0
<i>Obrót</i>	179,0	179,0	0,0	69,0	112,0	180,0	243,0	179,0
<i>OZE</i>	78,0	78,0	0,0	91,0	51,0	109,0	91,0	78,0
EBIT	731,0			-171,0	895,0	1665,0	1201,0	731,0
<i>marża EBIT</i>	<i>15,0%</i>			<i>-2,6%</i>	<i>13,0%</i>	<i>22,1%</i>	<i>20,9%</i>	<i>15,0%</i>
Zysk netto	533,0	533,0	0,0	-324,0	656,0	1366,0	964,0	533,0
<i>marża netto</i>	<i>10,9%</i>			<i>-5,0%</i>	<i>9,5%</i>	<i>18,1%</i>	<i>16,8%</i>	<i>10,9%</i>

Komentarz do wyników

Opublikowane przez spółkę w dniu wczorajszym wyniki były w niemal 100% zgodne ze wstępnie ogłoszonymi rezultatami. Przychody osiągnięte w II kwartale bieżącego roku wyniosły 4879 mln PLN, co oznacza 25% spadek rok do roku i rezultat nieco słabszy od wcześniejszych oczekiwań. W II kwartale 2017 r. obszar wytwarzanie wyprodukował 12,88 TWh energii elektrycznej, tj. o 5 proc. więcej w stosunku do ubiegłego roku (12,26 TWh). Wzrosła produkcja z węgla brunatnego, dzięki mniejszym obciążeniom remontowym w El. Bełchatów. Rok do roku spadła jednak produkcja z węgla kamiennego, z uwagi na przestoje remontowe w El. Dolna Odra.

Wygenerowana EBITDA wyniosła 1 496 mln PLN, wobec oczekiwań na poziomie 1740 mln PLN. Rok do roku oznacza to wzrost o 13%. Wpływ na rezultat miały czynniki czysto sezonowe, związane z popytem na energię w II kwartale oraz przestoje remontowe.

Segment wytwarzanie. EBITDA segmentu wytwarzanie wyniosła w 2Q'17 620 mln PLN, co jest wynikiem o 9% lepszym rok do roku, widoczny jest jednak sezonowy spadek w stosunku do I kwartału, gdzie występowały niezwykle sprzyjające efekty pogodowe. Na wynik segmentu wpłynęły również spadki cen energii elektrycznej na rynku hurtowym oraz zwiększenie dyspozycyjności El. Bełchatów. Istotnym czynnikiem porównywalnym jest też brak rekompensat z tytułu KDT w II kwartale w porównaniu do okresów poprzednich.

Segment Dystrybucja. Drugim istotną częścią składową EBITDA grupy jest segment Dystrybucja, która wygenerowała 604 mln PLN zysku EBITDA, co oznacza wzrost rok do roku o 7%. Wynik jest efektem wzrostu wolumenu dystrybuowanej energii i ograniczenia strat sieciowych.

Segment obrotu. EBITDA segmentu wyniosła 179mln PLN, co oznacza 159% wzrost rok do roku. Marże wspierane były przez zmianę modelu handlu, przez co rozumiane jest zaprzestanie walki o niskomargowych klientów, bez względu na ich wielkość, oraz niskie ceny zielonych certyfikatów.

Segment OZE. EBITDA segmentu wyniosła 78 mln PLN, co implikuje spadek r/r o 14%. Jest to spowodowane niskimi cenami zielonych certyfikatów. Na plus na wyniki segmentu wpływała zwiększona produkcja z farm wiatrowych, dzięki pozytywnym czynnikom pogodowym.

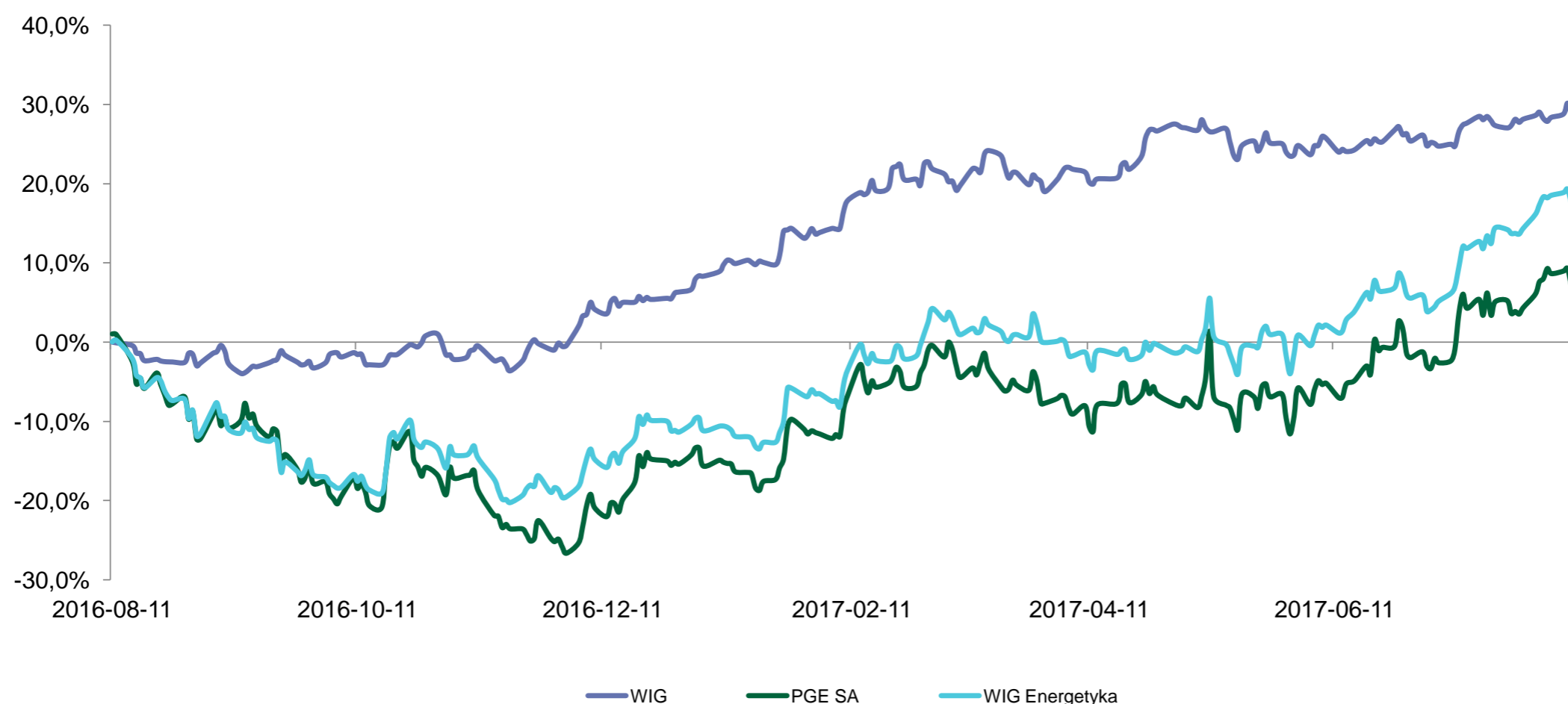
Zysk netto osiągnął wartość 533 mln PLN, co również jest zgodne z wcześniej ogłoszonymi rezultatami.



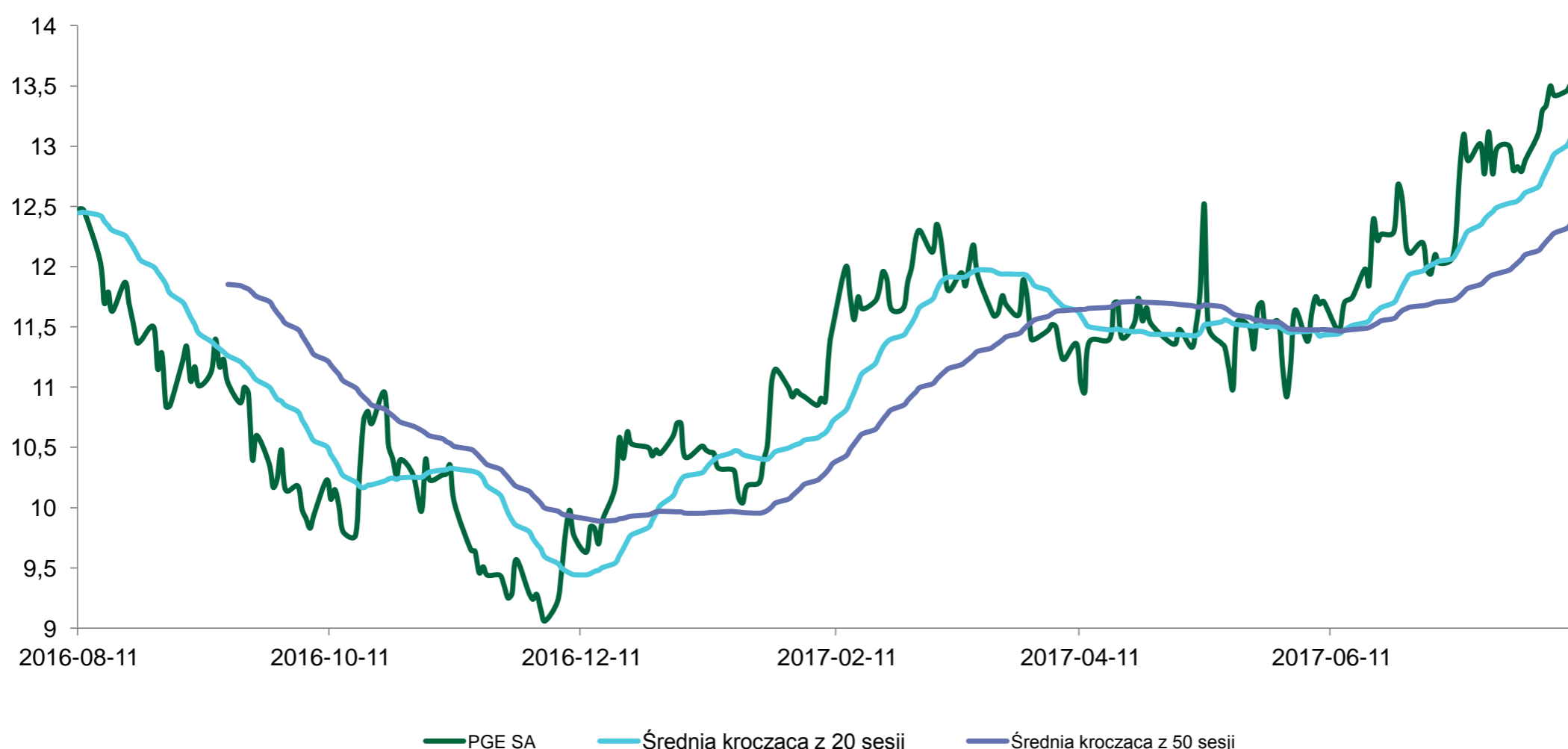
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Wyniki osiągnięte przez spółkę w II kwartale oceniamy neutralnie, były one zgodne z wcześniej ogłoszonymi rezultatami. Dynamiki zysku EBITDA i zysku netto były przyzwoite, ale słabsze od rynkowych oczekiwań. **Nie widzimy jednak ryzyka trwałego osłabienia sentymentu do spółki**. Spółka, tak samo jak w poprzednich kwartałach, widzi perspektywy spadku wyniku w segmencie wytwarzania w stosunku do 2016 roku, z uwagi na niższe zrealizowane ceny energii elektrycznej na rynku hurtowym oraz brak rekompensat KDT. Wyniki segmentu są również pod presją z uwagi na przestoje remontowe w elektrowniach zasilanych węglem kamiennym, z drugiej jednak strony będziemy obserwować w kolejnych kwartałach zwiększoną produkcję z węgla brunatnego. W cenach energii elektrycznej w ostatnich miesiącach mogliśmy obserwować odwrócenie trendu spadkowego, na co wpływ mają również rosnące ceny węgla. Spółka oczekuje stabilnej sytuacji w segmencie dystrybucji oraz kontynuacji wzrostów w segmencie obrotu. Negatywnie ocenia za to perspektywy segmentu OZE, z uwagi na duże uzależnienie od czynników pogodowych i wzrostu kosztów z tytułu podatku od nieruchomości. Obecnie oczekujemy ogłoszenia strategii Spółki dotyczącej kogeneracji po przejściu aktywów EDF. **Istotnym czynnikiem dla wyników będzie również finalny kształt ustawy o rynku mocy oraz urzeczywistnienie deklaracji ministerstwa energii dotyczących wsparcia dla kogeneracji. W dalszym ciągu widzimy znaczące dyskonto wyceny PGE w stosunku do pozostałych spółek energetycznych, co w naszej ocenie nie jest w pełni uzasadnione.**

PGE vs WIG vs WIG Energetyka



Notowania akcji 12M (PLN)





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adrian Kutnik	22 507 52 92	adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 566 97 23	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf