



PGE - Komentarz do wyników finansowych za 1Q 2018

Adam Maćkowiak, Analityk, +48 22 507 52 94, adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Wyniki finansowe za 1Q 2018

PLNm	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	r/r	LTM	r/r	Kons.	vKons.
Przychody	5 741	4 879	6 073	6 407	7 137	24,3%	24 496	-8,3%	6 799	5,0%
EBITDA	1 948	1 497	2 663	1 542	2 214	13,7%	7 916	5,5%	2 222	-0,4%
E. Konwencjonalna	992	620	1 789	698	1 288	29,8%	4 395	5,3%		
E. Odnawialna	91	78	70	125	114	25,3%	387	13,2%		
Dystrybucja	618	604	585	526	638	3,2%	2 353	2,6%		
Obrót	243	179	192	197	189	-22,2%	757	25,3%		
EBITDA skor.	1 880	1 486	1 466	1 536	2 202	17,1%	6 690	-5,0%		
EBIT	1 201	731	1 883	-195	1 315	9,5%	3 734	4,0%	1 328	-1,0%
Zysk netto	963	532	1 462	-290	935	-2,9%	2 639	-0,8%	1 003	-6,8%
marża EBITDA	33,9%	30,7%	43,8%	24,1%	31,0%	-2,9pp	32,3%	4,2pp	32,7%	-1,7pp
marża EBIT	20,9%	15,0%	31,0%	-3,0%	18,4%	-2,5pp	15,2%	1,8pp	19,5%	-1,1pp
marża netto	16,8%	10,9%	24,1%	-4,5%	13,1%	-3,7pp	10,8%	0,8pp	14,8%	-1,7pp
DN/EBITDA	0,70	0,61	0,49	0,99	0,98	0,28	0,98	0,28		
12M P/E	8,0	6,4	5,8	8,4	7,1	-0,9	7,1	-0,9	6,9	0,2
12M EV/EBITDA	2,1	2,3	2,4	2,0	1,4	-0,7	1,4	-0,7	1,4	0,0
Produkcja (TWh)	15,0	12,9	13,6	15,3	17,7	17,7%	59,5	7,1%		
Sprzedaż energii**	10,1	9,7	9,9	10,7	10,5	4,8%	40,9	-3,3%		
Sprzedaż ciepła (PJ)	7,9	2,7	1,3	12,9	23,5	198,1%	40,5	123,0%		
Dystrybucja (TWh)	9,0	8,5	8,7	9,1	9,2	2,6%	35,6	2,7%		

Blisko 25 mld PLN przychodów za ostatnie 12 m-cy

Spadek marż w ujęciu r/r

Wzrost sprzedaży ciepła o blisko 200%

*Notowania na koniec sesji 15 maja 2018 (1Q'18) oraz na koniec odpowiedniego kwartału. **W TWh, sprzedaż do odbiorców finalnych

Komentarz do wyników i podsumowanie konferencji wynikowej

W dniu 15 maja 2018 roku (po zakończeniu sesji giełdowej) Polska Grupa Energetyczna opublikowała raport podsumowujący wyniki finansowe w 1Q'18. Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje jakie znalazły się w raporcie oraz zostały przedstawione w trakcie konferencji wynikowej (konferencja odbyła się 16 maja 2018). Dodatkowo wskazujemy, iż spółka w dniu 26 kwietnia 2018 roku opublikowała wstępne dane finansowe za 1Q'18. Wszystkie prezentowane w powyższej tabeli dane ostateczne są w pełni zgodne z opublikowanymi wcześniej danymi wstępnymi. Oznacza to, iż reakcja inwestorów giełdowych na zaprezentowane rezultaty będzie w znacznym stopniu ograniczona (powyższe informacje są już uwzględnione w wycenie spółki).

Spółka podała wstępne wyniki 26 kwietnia 2018

- **PRZYCHODY:** W pierwszym kwartale 2018 roku PGE wypracowało 7 137 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost w ujęciu rok do roku o 24,3%. Narastająco za okres ostatnich 12 miesięcy spółka zrealizowała 24,5 mld PLN przychodów, co implikuje spadek w odniesieniu do okresu porównawczego rok wcześniej o -8,3%.
- **EBITDA:** Wynik operacyjny powiększony o amortyzację w 1Q'18 wyniósł 2 214 mln PLN, co implikuje wzrost w ujęciu rok do roku o 13,7%. Z perspektywy ostatnich 12 miesięcy wynik EBITDA wyniósł 7,9 mld PLN i był wyższy o 5,5% r/r. Segmentem, który kontrybuował najwięcej do wyniku na poziomie EBITDA była energetyka konwencjonalna, która w ujęciu r/r zyskała blisko 30% na wyniku EBITDA (wynik na poziomie 1 288 mln PLN). Analizując dane skorygowane o zdarzenia jednorazowe wynik Grupy wyniósł 2,2 mld PLN, co przekłada się na +17,1% r/r. Marża EBITDA wyniosła 31% w ujęciu kwartalnym i 32,3% w ujęciu za ostatnie 12 m-cy.
- **ZYSK NETTO:** W 1Q'18 Grupa wypracowała 935 mln PLN zysku netto zaraportowanego. Zgodnie z przedstawioną w trakcie konferencji prezentacją wynik skorygowany o odpisy wyniósł 969 mln PLN. Marża netto (zaraportowana) sięgnęła 13,1% w ujęciu kwartalnym oraz 10,8% w ujęciu za ostatnie 12 m-cy.
- **DANE OPERACYJNE:** PGE w 1Q'18 wyprodukowała 17,7 TWh energii: 9,8 TWh przypadło na elektrownie opalane węglem brunatnym, 4,0 TWh na elektrownie opalane węglem kamiennym, a pozostała część na elektrociepłowni oraz elektrownie wykorzystujące OZE (odnawialne źródła energii). Łączna sprzedaż energii do odbiorców finalnych wyniosła 10,5 TWh i była o 4,8% wyższa niż rok wcześniej. Wolumen dystrybucji energii wyniósł 9,19 TWh i był o 2,6% wyższy niż rok wcześniej. Najbardziej imponujący wzrost dotyczył segmentu sprzedaży ciepła, która wzrosła o 198,1% r/r do poziomu 23,5 PJ (wzrost wynika a przejęcia aktywów EDF Polska w 4Q'17).

EBITDA na poziomie 2,2 mld PLN

Zysk netto na poziomie 935 mln PLN



Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie wydarzenia:

- **WYNIKI FINANSOWE:** Główną zastęgą wzrostu wyniku na poziomie EBIT oraz EBITDA było przejęcie aktywów EDF Polska (obecnie PGE Energia Ciepła). Przypominamy, że wzrost zdolności produkcyjnych ciepłych po przejęciu sięgnął ok. 113%. Na wynik EBITDA pozytywnie wpłynęły: wzrost cen energii elektrycznej o ok. 9 PLN r/r, dodatni wynik z tytułu certyfikatów CO2 oraz w największym stopniu wynik nowych aktywów w grupie – ok. 433 mln PLN. Negatywnie na wynik wpłynął spadek wolumenów energii elektrycznej (wynikający z przestoju remontowych w Turowie i Bełchatowie), wzrost kosztów węgla kamiennego wraz z transportem oraz spadek marży na rynku detalicznym. Na niższy wynik netto wpłynęły głównie mniejsze przychody finansowe (wycena opcji na akcje Polimexu) oraz większy podatek dochodowy. Dodatkowo przedstawiciele spółki wskazali na znaczący udział udziałowców mniejszościowych w wyniku netto (w porównaniu do poprzednich okresów, kiedy to w spółce było akcjonariuszy mniejszościowych).
Wzrost pochodną EDF Polska *wyników przejęcia*
- **CO2:** Przedstawiciele spółki komentując dobre wyniki spółki jeżeli chodzi o koszty CO2 wskazali, że spółka nabywa certyfikaty w momencie sprzedaży energii, czyli obecne ceny wykazywane w kosztach dotyczą okresu z pierwszej połowy 2017 roku. Efekt ostatnich wzrostów wyceny zielonych certyfikatów będzie widoczny w wynikach na początku roku 2019.
Drogie certyfikaty CO2 na razie nie wpływają negatywnie na wyniki spółki.
- **WĘGIEL:** Spółka weszła w 2Q'18 z nowymi wyższymi cenami węgla, co znajdzie swoje przełożenie na wyniki w kolejnym kwartale. Okres 1Q'18 został określony jako „przejściowy” pomiędzy niższymi a wyższymi cenami.
- **ATOM:** Przedstawiciele spółki nie odnieśli się do ostatnich spekulacji na temat wyjścia PGE z projektu atomowego na rzecz instalacji offshore (farmy wiatrowe). Zapewnili, iż projekt realizowany jest zgodnie z harmonogramem wyznaczonym w 2016 roku.
Brak komentarza w sprawie atomu.
- **OFFSHORE:** Spółka zamierza osiągnąć status „ready-to-build” w 2021 roku. Obecnie trwają stosowne badania dna morskiego.
- **WYNAGRODZENIA:** Wzrost kosztów zatrudnienia wynika ze wzrostu płac. Liczba zatrudnionych pozostała stabilna.
- **ZADŁUŻENIE:** W 2018 roku zapada 1,2 mld PLN zadłużenia spółki. Według informacji przedstawicieli zarządu nie ma obecnie przesłanek aby sądzić, iż koszt finansowania zewnętrznego wzrośnie w przypadku rolowania długu.

Ocena wyników

Z racji tego, iż spółka publikowała wcześniej dane wstępne to oczekujemy neutralnej reakcji rynku. Same rezultaty były słabsze niż wcześniejsze oczekiwania rynku. Różnica wynika przede wszystkim ze zdarzeń o charakterze finansowym (wspomniane wcześniej mniejsze przychody finansowe i wyższy podatek dochodowy), które przełożyły się na największą rozbieżność vs. konsensus rynkowy.

Neutralna reakcja ze strony inwestorów.



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniot	22 507 52 93	adam.aniot1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórny	Telefon:	Adres e-mail:
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
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.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 księgowa) – 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



Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 wyniesie 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 odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ 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 BGZ 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

Autorzy: **Adam Maćkowiak**

nr ewidencyjny: **KF/2018/05/16/01**

Data sporządzenia: **2018-05-16**