



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

PGE - 2Q'18



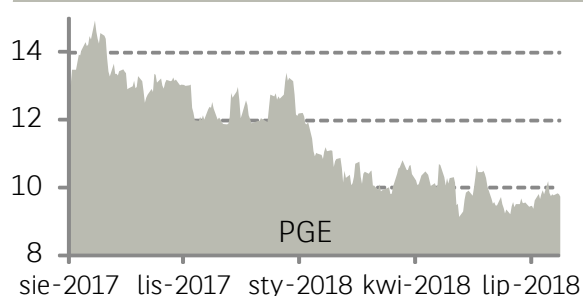
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	9,72
Kapitalizacja (mln zł)	18 174,1
Free float	42,6%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	17,9
P/E	7,5
EV/EBITDA	4,11

Notowania spółki



WYNIKI 2Q18

PLNm	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	r/r	LTM	r/r	Kons.	vKons.
Przychody	4 879	6 073	6 407	7 137	5 734	17,5%	25 351	1,2%	6 586	-12,9%
EBITDA	1 497	2 663	1 542	2 214	1 461	-2,4%	7 880	2,6%	1 548	-5,6%
E. Konwencjonalna	620	1 789	698	1 288	551	-11,1%	4 326	2,4%		
E. Odnawialna	78	70	125	114	108	38,5%	417	26,7%		
Dystrybucja	604	585	526	638	632	4,6%	2 381	2,0%		
Obrót	179	192	197	189	113	-36,9%	691	-3,2%		
EBITDA skor.	1 486	1 466	1 536	2 202	1 573	5,9%	6 777	-7,5%	1 548	1,6%
EBIT	731	1 883	-195	1 315	516	-29,4%	3 519	-21,7%	661	-21,9%
Zysk netto	532	1 462	-290	935	346	-35,0%	2 453	-30,3%	444	-22,0%
marża EBITDA	30,7%	43,8%	24,1%	31,0%	25,5%	-5,2pp	31,1%	1,4%	23,5%	2,0pp
marża EBIT	15,0%	31,0%	-3,0%	18,4%	9,0%	-6,0pp	13,9%	-22,6%	10,0%	-1,0pp
marża netto	10,9%	24,1%	-4,5%	13,1%	6,0%	-4,9pp	9,7%	-31,1%	6,7%	-0,7pp
DIN/EBITDA	0,61	0,49	0,99	0,98	1,04	0,43	1,04	69,4%		
12M P/E	6,4	5,8	8,4	7,1	7,5		7,5	7,5	7,2	0,3
12M EV/EBITDA	2,3	2,4	2,0	1,4	1,3		1,3	1,3	1,3	0,0
Produkcja (TWh)	12,9	13,6	15,3	17,7	15,3	18,5%	61,8	10,2%		
Sprzedaż energii**	9,7	9,9	10,7	10,5	10,2	4,6%	41,4	0,1%		
Sprzedaż ciepła (PJ)	2,7	1,3	12,9	23,5	5,6	103,3%	43,3	134,1%		
Dystrybucja (TWh)	8,5	8,7	9,1	9,2	8,8	3,0%	35,8	2,6%		

*Notowania na koniec sesji 7 sierpnia 2018 (2Q'18) oraz na koniec odpowiedniego kwartału. **W TWh, sprzedaż do odbiorców finalnych

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Dziś przed sesją PGE opublikowało finalny raport finansowy za 2Q'18. **Ostateczne wyniki okazały się być zgodnie z wcześniejszymi, korygowanymi szacunkami.** Również w trakcie konferencji po wynikach Zarząd nie zaprezentował istotnych, nowych informacji. Podtrzymany został outlook na wyniki w 2018 r. w podziale na segmenty (spadek EBITDA w Wytwarzaniu i Obrocie, stabilnie w E. Odnawialnej oraz umiarkowany wzrost w Dystrybucji). **Oznacza to, iż reakcja inwestorów giełdowych na zaprezentowane rezultaty będzie w znacznym stopniu ograniczona** (powyższe informacje są już uwzględnione w wycenie spółki).

- **PRZYCHODY:** W drugim kwartale 2018 roku PGE wypracowało 5 734 mln PLN przychodów, które zostały obniżone o 97 mln PLN z tytułu rozliczeń rekompensat KDT. Wysoka dynamika przychodów była pochodną przejęcia aktywów

Wyniki zgodne ze wstępnymi szacunkami, które były z kolei bliskie rynkowym oczekiwaniom

Wzrost wolumenów z tytułu przejęcia EDF

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Biurowo Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



ciepłowniczych EDF

- **EBITDA:** Wynik operacyjny powiększony o amortyzację wg wstępnych szacunków był o 5,6% poniżej oczekiwań rynku, przy czym biorąc pod uwagę zmiany rezerw rekultywacyjnych o odpisy (łącznie 101 mln PLN) był on zgodny z konsensusem. W podziale na segmenty:
 - Energetyka Konwencjonalna zanotowała 11% spadek EBITDA (ale +8% skorygowana EBITDA). Pomimo wyższych o 46% przychodów (pozytywny wpływ ceny i wolumenu), rosnące koszty węgla kamiennego i uprawnień do emisji CO₂, wpłynęły na spadek raportowanych wyników. Dodatkowo z uwagi na ciepłą wiosnę, aktywa ciepłownicze wygenerowały niższy od oczekiwań Zarządu rezultat.
 - Energetyka Odnawialna zanotowała 38% wzrost EBITDA. Pomimo mniej korzystnych warunków wietrznych i hydrologicznych (niższe wolumeny), wzrost cen prądu i spadek kosztów z tytułu podatku od nieruchomości po zmianie przepisów dotyczących podatku od nieruchomości (cała korzyść za I półrocze w wysokości ok. 17,5 mln PLN zaksięgowana w 2Q), pozytywnie przekładały się na wyniki.
 - Dystrybucja odnotowała stabilny wzrost wyniku (+5% r/r), przy spadających przychodach o 8% r/r (efekt zmian rachunkowych w MSSF 15), wyższy wolumen, zwrot z aktywów dystrybucyjnych oraz działania efektywnościowe wpłynęły na mocniejsze obniżenie kosztów.
 - Obrót zanotował 37% spadek EBITDA. Przychody segmentu (-11% r/r) również były pod wpływem zmian w zasadach rachunkowości (MSSF 15) ale największy wpływ na wynik miał Gwałtowny wzrost cen energii elektrycznej na rynku spot zwiększający koszty bilansowania energii na potrzeby odbiorców finalnych (niższa marża na handlu energią).
- **ZYSK NETTO:** W efekcie opisanych powyżej czynników, a także rosnącej amortyzacji z przejętych aktywów EDF, zysk netto był o ponad 30% r/r niższy.

Wyższe ceny prądu nie w pełni rekompensują wyższe koszty CO₂ i węgla

Niższy podatek od nieruchomości wspiera energetykę odnawialną

Solidne wolumeny w Dystrybucji

Rentowność Obrotu pod presją wzrostu cen energii (spadek marży)

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji:

- Integracja z aktywami ciepłowniczymi przebiega zgodnie z planem i ma zakończyć się 2 stycznia 2019 r. Spółka w dalszym ciągu analizuje kolejne inwestycje w obecnych lokalizacjach, nie wyklucza również kolejnych przejęć w tym obszarze.
- Wstępna analiza parametrów aukcji rynku mocy jest zgodna z oczekiwaniami PGE, a wprowadzenie rynku mocy przebiega zgodnie z harmonogramem
- Obserwowana jest stabilizacja produkcji z węgla brunatnego od 2Q'18 (wcześniejszy spadek spowodowany większymi przestojami remontowymi).
- Zarząd zwraca uwagę na większą sezonowość wyników po przejęciu aktywów ciepłownictwa (wyższa amortyzacja cały rok, zyski głównie w zimie).
- Niższy CAPEX w Opolu w kwartale wynika z przesunięcia harmonogramu ukończenia, co oznacza również przesunięcie harmonogramu płatności. Inwestycje w Turowie i Opolu przebiegają zgodnie z zaktualizowanymi planami.
- Pomimo podwyższenia outlooku na czteroleczny poziom cen energii elektrycznej, Zarząd nadal spodziewa się spadku EBITDA w Wytwarzaniu (z wyłączeniem nowych aktywów, a także rekompensat KDT): wzrost cen prądu nie nadrabia całości kosztów CO₂, gdyż PGE otrzymuje mniej darmowych certyfikatów darmowych, a do tego dochodzi jeszcze wzrost cen węgla.
- Spory z Energa i Eneą odnośnie umów nabycia praw majątkowych z produkcji energii odnawialnej: PGE jest optymistyczne w tej kwestii i wg ich analiz prawnych mają odzyskać te środki, dlatego Spółka księguje przychody z tytułu kar (w segmencie Energetyka Odnawialna).
- Wsparcie dla kogeneracji: na razie Zarząd wierzy, że nie będzie opóźnień w nowym systemie – informacje na ten temat mają być znane na przelomie września i października br.
- PGE nie ma obecnie planów zakupu projektu offshore od Orlenu. Zarząd nie poruszył także kwestii projektu atomowego.

Integracja aktywów ciepłowniczych zgodnie z harmonogramem, Zarząd planuje już kolejne inwestycje

Utrzymany czteroleczny outlook na wyniki poszczególnych segmentów

Zarząd oczekuje kontynuacji wsparcia dla segmentu kogeneracji





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	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 Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@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
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 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 (0%; + 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 odnoszenie 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 pro- porcji 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