



Zapraszamy do zapoznania się z raportem na temat **Grupy Kapitałowej Energa SA** przygotowanym przez analityków Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. Jest to aktualizacja raportu sprzed roku: Energa - czy spółka znalazła już twarde dno? Od momentu poprzedniej publikacji, czyli 13 grudnia 2016 roku, kurs akcji Energi urósł o ponad 50%. Sprawdzamy, co od tego czasu zmieniło się w spółce.

Spis treści:

1. Zmiany w otoczeniu branżowym
2. Wstrzymanie realizacji umów zakupu zielonych certyfikatów
3. Analiza wyników finansowych
4. Analiza bilansu i wskaźnikowa
5. Perspektywy i realizacja strategii
6. Ostatnie rekomendacje
7. Analiza techniczna
8. Podsumowanie raportu i wnioski

Grupa Energa

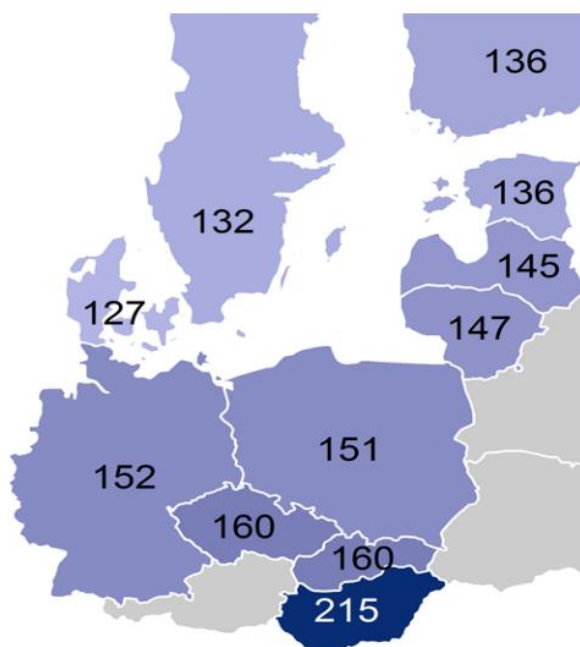
1. Zmiany w otoczeniu branżowym

Zgodnie z miesięcznymi raportami PSE (Polskie Sieci Elektroenergetyczne) w okresie od stycznia do września 2017 roku produkcja energii elektrycznej wyniosła 122,6 TWh wobec 118,3 TWh w analogicznym okresie roku poprzedniego. Oznacza to przyrost o 3,7% rok do roku. Bez większych zmian pozostała struktura produkcji energii - większość pochodziła z elektrowni zawodowych ciepłych opartych na węglu kamiennym (59,4 TWh, +0% rdr) oraz na węglu brunatnym



(39,9 TWh, +4,5% rdr). Łącznie te dwa źródła odpowiadały za ponad 80% wyprodukowanej energii. Warto zwrócić uwagę na istotny wzrost produkcji elektrowni wiatrowych, który wyniósł 9,2 TWh, zwiększając się o 22,8% rdr. Saldo wymiany zagranicznej wyniosło 1,5 TWh i było o 48,7% mniejsze niż przed rokiem. W efekcie krajowe zużycie energii elektrycznej wyniosło 124,1 TWh, co oznacza wzrost o 2,4% rdr.

Rysunek: Porównanie średnich cen energii elektrycznej na rynku polskim oraz rynkach ościennych w I półroczu 2017 roku (ceny w PLN/MWh, średni kurs EUR 4,27 PLN).



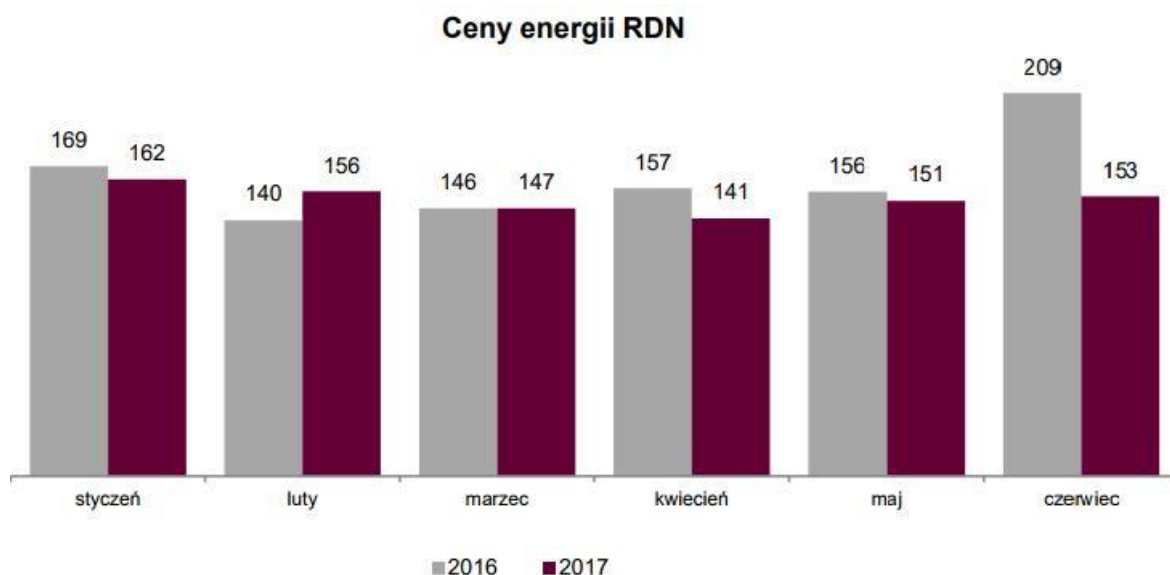
Źródło: TGE, EEX, EPEX, Nordpool, OTE a.s., PXE

Źródło: PGE S.A.

W I półroczu 2017 roku różnice w średnich hurtowych cenach energii elektrycznej między Polską a krajami ościennymi były mniejsze niż przed rokiem. Było to związane z jednej strony ze spadkiem cen w Polsce (RND - Rynek Dnia Następnego), a z drugiej strony wzrostem cen w Szwecji o 18% rdr, w Niemczech o 39% rdr, czy w Czechach o 37% rdr. Tym samym rozpiętość cen między rynkiem



szwedzkim a polskim zmniejszyła się do 19 PLN/MWh, ceny na rynku niemieckim i polskim były zbliżone, a ceny na rynku czeskim okazały się o około 9 PLN/MWh wyższe niż w Polsce.



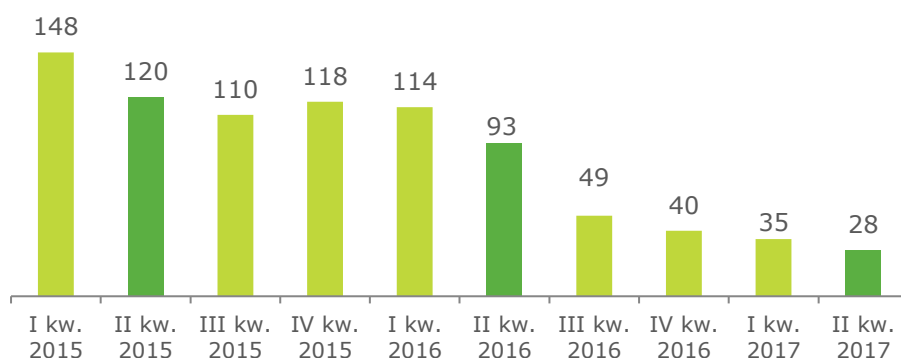
Źródło: TGE

Źródło: Energa SA

Przechodząc do cen energii na Rynku Dnia Następnego w Polsce widać, że spadek był widoczny głównie w II kw. 2017 roku, w szczególności w czerwcu. Jednym z powodów spadku była historycznie wysoka generacja wiatrowa - podaż energii tej technologii w II kw. 2017 roku wzrosła o 1 TWh, czyli o około 47% rdr. Ponadto, wymienić można również wysoką bazę sprzed roku, spowodowaną mniejszą dyspozycyjnością jednostek opalanych węglem brunatnym i w efekcie wzrostem produkcji w jednostkach o wyższym koszcie zmiennym, oraz spadek cen uprawnień do emisji CO₂. Nieznaczną przeciwwagą dla tych czynników był wzrost notowań cen węgla.



Zielone certyfikaty - PMOZE_A (spot)



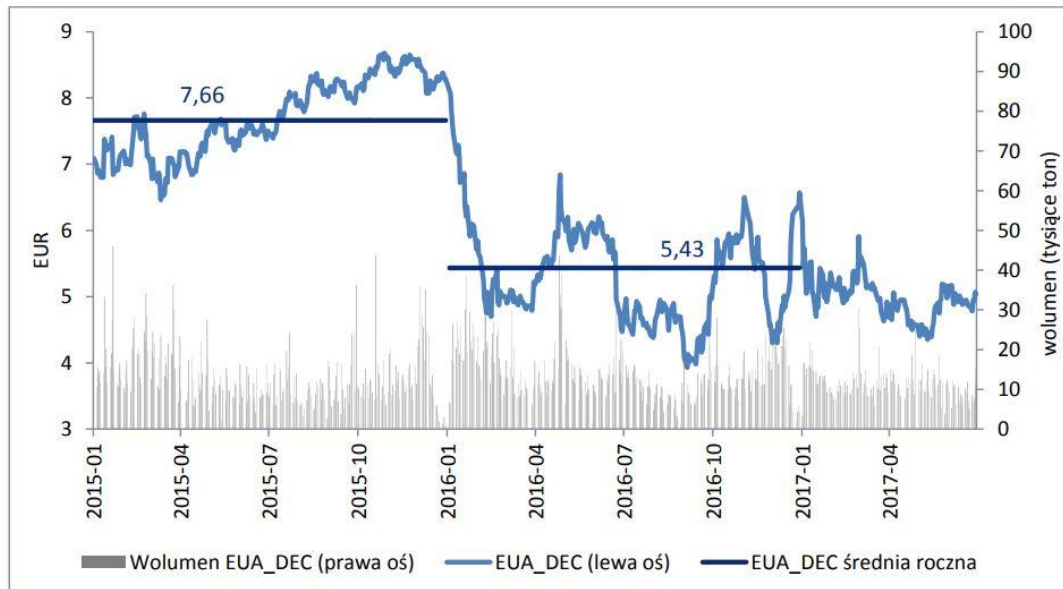
Źródło: Energa SA

Ceny zielonych certyfikatów (najistotniejsze dla Energi) pozostawały w I półroczu 2017 roku w trendzie spadkowym. W samym II kw. bieżącego ich średnia cena wyniosła 28 zł/MWh, czyli była mniejsza o 70% niż rok temu. Przyczyna spadku pozostawała niezmienna - nadpodaż zielonych certyfikatów wyprodukowanych w latach poprzednich połączona z rosnącą produkcją energii ze źródeł odnawialnych. Zmianę tendencji może przynieść wprowadzona w wakacje kolejna nowelizacja ustawy o OZE.

W ostatnich latach ceny uprawnień do emisji CO₂ wykazywały tendencję spadkową. W samym I półroczu 2017 roku średnie ceny uprawnień do emisji EUA wyniosły 5 EUR/t i były niższe o 13% rdr. Prognozy do 2030 roku wskazują jednak na znaczne wzrosty cen. Jest to spowodowane postępującymi pracami nad reformą unijnego systemu handlu uprawnieniami do emisji (EU ETS), której celem jest ograniczenie emisji gazów cieplarnianych. Natomiast Energa w najbliższych kilku latach nie będzie wykazywała ekspozycji na ceny uprawnień do emisji CO₂ ze względu na tak zwaną pracę elektrowni w wymuszeniu.



Rysunek: Ceny uprawnień do emisji CO₂.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Źródło: PGE S.A.

Kluczową zmianą w polskim ustawodawstwie w ostatnich miesiącach była nowelizacja ustawy o OZE, której jako jednym z największych beneficjentów wymienia się Energeę. Najważniejszą zmianą było powiązanie opłaty zastępczej z rynkową ceną certyfikatów - wcześniej wynosiła ona 300,03 zł/MWh. Zgodnie z nowelizacją jej wartość będzie ustalana jako 125% średniej ceny certyfikatów z poprzedniego roku, ale nie więcej niż 300,03 zł/MWh. Oznacza to, że w 2018 roku opłata zastępcza będzie znacznie niższa i może wynieść nawet około 43-44 zł/MWh. Energa wyliczyła, że dzięki nowelizacji tylko w przyszłym roku może zaoszczędzić nawet 150 mln zł.

Ważną kwestią dla branży jest wprowadzenie zapowiadanego rynku mocy, czyli systemu wsparcia dla producentów energii elektrycznej. Systemem tym ma zostać objęta inwestycja w elektrownię Ostrołęka C o mocy 1000 MW. Eksperti Deloitte wraz z Energoprojekt-Katowice przygotowali raport na temat tego, jaki wpływ może mieć rynek mocy na polską energetykę, opublikowany 1 marca 2017 roku:



Rynek mocy - perspektywy w Polsce¹. Przeprowadzili w nim symulację pierwszej aukcji mocy w 2017 roku na okres dostaw w 2022 roku. Wyliczona cena dla nowych jednostek wytwórczych wyniosła 332,6 tys. zł/MWe/rok (pozostałe kategorie to modernizowane i istniejące jednostki wytwórcze). Na podstawie tej symulacji Ostrołęka C mogłaby zostać wsparta dodatkowymi przychodami na poziomie około 300 mln zł z tytułu wprowadzenia rynku mocy w Polsce. Wyliczenia te pokazują skalę korzyści, jakie może osiągnąć Energa, jednak trzeba zaznaczyć, że ich trafność w dużej mierze będzie zależeć od ostatecznego kształtu rynku mocy.

Obecnie trwają intensywne prace nad ustawą zarówno na szczeblu krajowym, jak i unijnym. Aby ustawa weszła w życie konieczna jest jej notyfikacja przez Komisję Europejską, czyli uznanie, że rynek mocy będzie stanowił dozwoloną pomoc publiczną dla energetyki. Rząd chce, by nowe przepisy zaczęły obowiązywać już od stycznia 2018 roku, dlatego najbliższe tygodnie mogą obfitować w kolejne doniesienia związane z polskim rynkiem mocy.

2. Wstrzymanie realizacji umów zakupu zielonych certyfikatów

W dniu 11 września bieżącego roku Energa podjęła decyzję o zaprzestaniu realizowania 22 ramowych umów sprzedaży praw majątkowych wynikających ze świadectw pochodzenia. Argumentem dla takiej interpretacji było stwierdzenie, że nie zostały one zawarte zgodnie z prawem, czyli z zastosowaniem ustawy Prawo zamówień publicznych. W związku z tym spółka rozpoczęła postępowania sądowe oraz arbitrażowe, zmierzające do uzyskania sądowego potwierdzenia nieważności tych umów. Łącznie Energa zakwestionowała 150 umów z farmami wiatrowymi, jednak część postanowiła realizować, dążąc do zawarcia nowych umów.

¹ <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/energy-and-resources/articles/raport-perspektywa-ryнку-mocy-w-polsce.html>



Energa określiła wspomniane 22 długoterminowe umowy jako „skrajnie niekorzystne”, które w żaden sposób nie odnosiły się do rynkowych cen. Trzeba jednak dodać, że w momencie ich zawierania spółka na nich „zarabiała”. Co się zatem zmieniło? Drastycznie spadły ceny rynkowe zielonych certyfikatów. Zarazem umowy te nie miały odniesienia do rynku, ani mechanizmu renegotjacji ceny. Spowodowało to, że spółka była zmuszona płacić znacznie więcej za zakup zielonych certyfikatów z tytułu realizacji umów niż gdyby kupowała certyfikaty po cenach rynkowych. Jak wyliczyła, różnica pomiędzy ceną z umów a ceną rynkową mogła generować dodatkowe koszty w wysokości około 260 mln zł rocznie. Oszczędności z tytułu zaprzestania realizacji umów spółka oszacowała na 110 mln zł w 2018 roku, a w okresie do końca obowiązywania tych umów nawet na 2,1 mld zł. Korzyści te są jednak niepewne, ponieważ zależą od decyzji sądu i rozwiązania sporu z obecnymi kontrahentami.

3. Analiza wyników finansowych

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1H 2017 r.	1H 2016 r.	2016 r.	2015 r.
Przychody ze sprzedaży	5 197	4 937	10 181	10 804
Wynik EBITDA*	1 143	1 090	2 027	2 216
Wynik brutto	599	-94	205	1 052
Wynik netto podmiotu dominującego	488	-116	151	832
Przepływy operacyjne	852	544	1 782	1 604
Przepływy inwestycyjne	-906	-864	-1 689	-1 139
Przepływy finansowe	829	-488	-287	-718

*EBITDA bez uwzględnienia odpisów na niefinansowych aktywach trwałych

Źródło: Energa SA

Po trudnym 2016 roku, w którym Energa pokazała spadek EBITDA w stosunku do roku ubiegłego, I półrocze 2017 roku przyniosło poprawę. Spółka zwiększyła



przychody o 5,3% rdr, a zysk EBITDA o 4,9% rdr. W tym miejscu należy przypomnieć, że Energa prezentuje wynik EBITDA bez uwzględnienia dokonanych odpisów na niefinansowych aktywach trwałych (wynik EBITDA jest powiększany o ich wartość). Na poziomie zysku netto spółka osiągnęła 488 mln zł wobec straty sprzed roku na poziomie 116 mln zł, przy czym odpisy w porównywanym okresie obniżyły wynik o 467 mln zł (w całym 2016 roku bilans odpisów wyniósł 584 mln zł).

Analizując zysk EBITDA całej grupy kapitałowej warto jeszcze zwrócić uwagę na inne zdarzenia jednorazowe, oprócz odpisów, które wpłynęły na zaraportowany wynik. W I półroczu 2017 roku był to między innymi wykazany zysk z inwestycji w Polimex-Mostostal w kwocie 50 mln zł. Skorygowana EBITDA o wszystkie zdarzenia jednorazowe (określone na podstawie kryterium istotności, za które przyjęto wartość 25 mln zł) wyniosła 1 101 mln zł wobec 1 082 mln zł rok temu, czyli była o 1,8% większa.

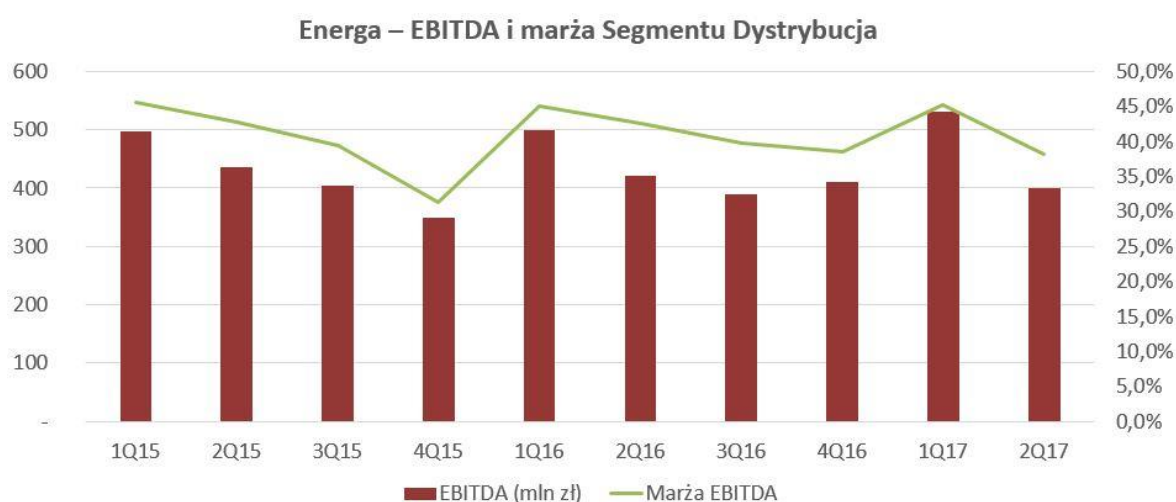
EBITDA (mln zł)	1H 2017 r.	1H 2016 r.
Dystrybucja	930	920
Wytwarzanie	177	168
Sprzedaż	11	27

Źródło: Energa S.A.

Niezmiennie największy udział w strukturze EBITDA przypadł segmentowi Dystrybucji - w I półroczu 2017 roku wyniósł on ponad 81%. Zysk EBITDA segmentu wyniósł 930 mln zł wobec 920 mln zł, notując wzrost o 1,1% rdr. Jak widać na poniższym wykresie, za poprawę odpowiadał głównie I kw. 2017 roku. W tym okresie zysk zwiększył się o 6,2% rdr, do czego przyczyniły się między innymi wyższa stawka usług dystrybucyjnych, korzystniejsza struktura sprzedaży, czy wyższa marża na dystrybucji o 50 mln zł. Marża EBITDA w tym kwartale wyniosła 45,2% i była jedną z najwyższych w minionych kwartałach. Pozytywne



tendencje były kontynuowane w II kw. 2017 roku, jednak w mniejszej skali, na przykład marża na dystrybucji zwiększyła się o 17 mln zł. W połączeniu z rosnącymi kosztami OPEX (koszty związane z utrzymaniem biznesu, na przykład koszty świadczeń pracowniczych) oraz stratą na pozostałej działalności operacyjnej, EBITDA segmentu w II kw. bieżącego roku wyniosła 400 mln zł, co było wynikiem o 5% słabszym rok do roku. Spółka tłumaczyła wzrost kosztów OPEX większym zaangażowaniem kadry inżynieryjno-monterskiej w prace eksploatacyjne, podczas gdy w roku poprzednim w większym zakresie realizowane były zadania inwestycyjne.



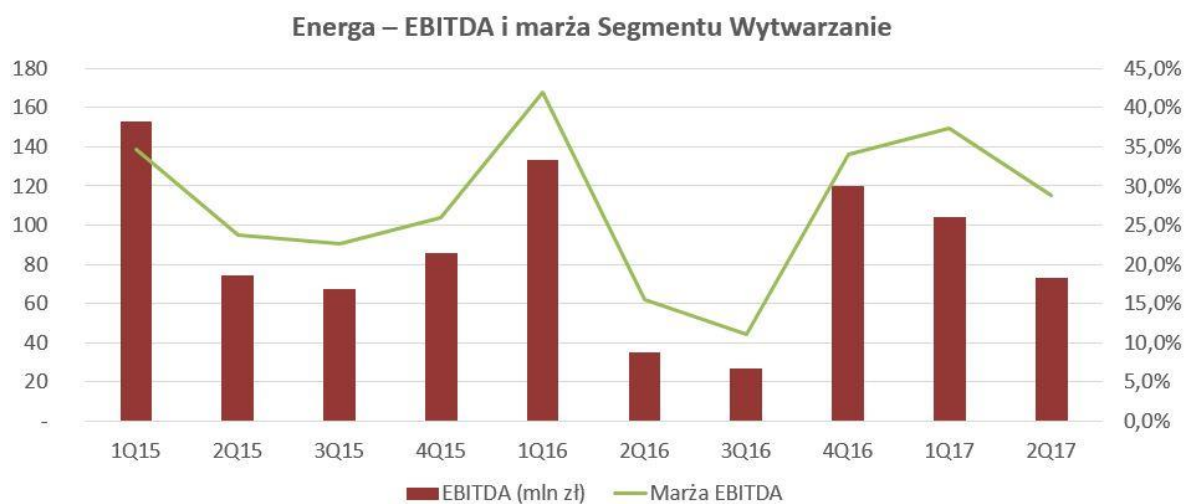
Źródło: opracowanie własne na podstawie Energa S.A.

Segment Wytwarzanie wygenerował w I półroczu 2017 roku 177 mln zł EBITDA, czyli o 5,4% więcej niż przed rokiem. Poprawa to w dużej części zasługa niskiej bazy z II kw. 2016 roku, spowodowanej głównie mniejszym wolumenem produkcji energii elektrycznej (przestój remontowy w Ostrołęce i niekorzystne warunki pogodowe). Z kolei w II kw. 2017 roku odnotowano dwucyfrowe wzrosty produkcji. W efekcie, pomimo istotnych spadków cen praw majątkowych (zielonych



certyfikatów), spółce udało się w zwiększyć zysk EBITDA w II kw. bieżącego roku o 109% rdr (73 mln zł wobec 35 mln zł).

Ponadto, Energa odnotowała wzrost przychodów ze sprzedaży Regulacyjnych Usług Systemowych głównie Operacyjnej Rezerwy Mocy w elektrowni w Ostrołęce, która była spowodowana wzrostem zgłoszonej mocy do Operatora oraz wyższych cen rynkowych tej usługi.

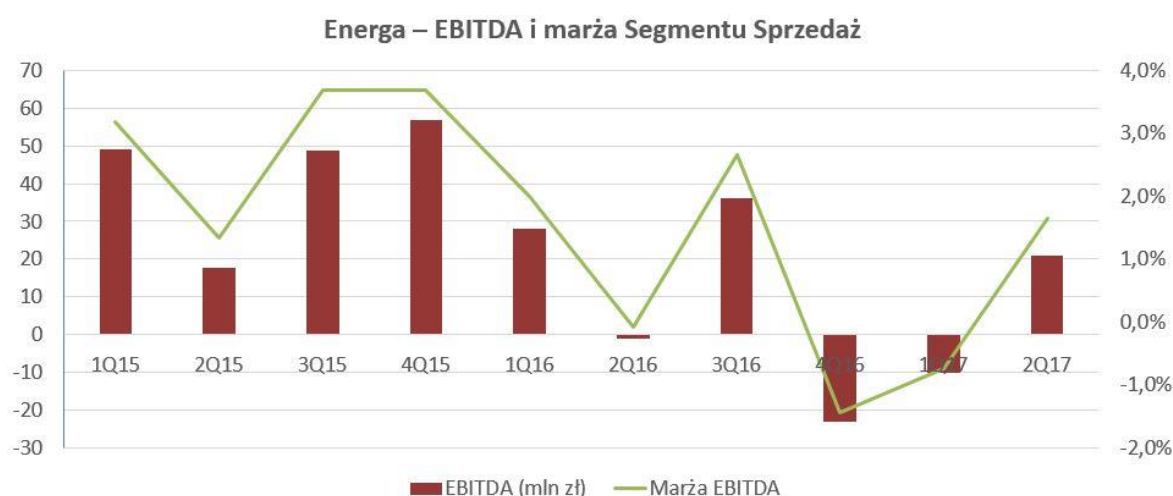


Źródło: opracowanie własne na podstawie Energa S.A.

Segment Sprzedaż wypracował w I półroczu 2017 roku zysk EBITDA na poziomie 11 mln zł wobec 27 mln zł przed rokiem. Jak pokazuje poniższy wykres, ostatnie kwartały nie są najlepsze dla tego segmentu. Główną determinantą wyniku jest marża na sprzedaży energii elektrycznej. W I kw. 2017 roku marża spadła o 25 mln zł rdr, z kolei w II kw. wzrosła o 25 mln zł rdr. Negatywnie na marżę oddziałują między innymi niekorzystna zmiana struktury sprzedażowej (większa sprzedaż do klientów z grup taryfowych o niższej marży jednostkowej), czy niższe ceny energii. Wpływ na marżę ma również cena, po jakiej spółka kupuje zielone certyfikaty. Negatywną kontrybucję w zysku EBITDA miał rozwijany segment sprzedaży gazu - łącznie marża tej działalności zmniejszyła się o 8 mln zł rdr



w I półroczu bieżącego roku. Spółka podała, że rentowność na tym rynku ulega pogorszeniu na skutek większej aktywności głównego sprzedawcy gazu w Polsce (PGNiG) oraz wprowadzenia mniej korzystnych zasad handlu na rynku hurtowym gazu.



Źródło: opracowanie własne na podstawie Energa S.A.

Na ostateczny zysk netto Energi w I półroczu 2017 roku pozytywnie wpłynął wykazany udział w zysku jednostek wykazywanych metodą praw własności, który wyniósł 8 mln zł. Rok temu spółka wykazała na tej pozycji stratę w wysokości 41 mln zł. Energa zamknęła półrocze z zyskiem netto na poziomie 488 mln zł wobec straty 116 mln zł rok temu. W rachunku przepływów pieniężnych uwagę zwraca znaczna poprawa przepływów operacyjnych, które wzrosły z 544 mln zł do 852 mln zł.

4. Analiza bilansu i wskaźnikowa

W bilansie Energi w oczy rzucają się dwie istotne zmiany. W aktywach pojawiła się nowa pozycja: inwestycje w jednostki stowarzyszone i we wspólne przedsięwzięcia wyceniane metodą praw własności. W skład tej pozycji wchodzi



inwestycja w Polską Grupę Górniczą, Polimex-Mostostal i w Elektrownię Ostrołęka S.A. (przekwalifikowanie po sprzedaży 50% pakietu do Enei). Energa zadeklarowała w kwietniu 2016 roku, że obejmie udziały w PGG dające 17,1% w kapitale zakładowym za kwotę 500 mln zł, płatną w trzech transzach (ostatnia 1 lutego 2017 roku). Natomiast w marcu bieżącego roku spółka podjęła decyzję o dokapitalizowaniu PGG kwotą 100 mln zł, również płatną w trzech transzach, przy czym ostatnia w I kw. 2018 roku (łącznie PGG zostanie dokapitalizowane przez wszystkich inwestorów kwotą 1 mld zł). Po ostatnim dokapitalizowaniu Energa będzie dysponowała 15,32% udziałem w kapitale zakładowym PGG.

Wybrane elementy bilansu (mln zł)	30.06.2017	31.12.2016	31.12.2015
Aktywa trwałe	14 666	14 515	13 873
Rzeczowe aktywa trwałe	12 921	13 053	12 912
Inwestycje w jednostki stowarzyszone i we wspólne przedsięwzięcia wyceniane metodą praw własności	763	390	-
Aktywa obrotowe	5 143	4 216	4 583
Należności z tytułu dostaw i usług	1 844	1 947	1 762
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2 241	1 471	1 658
Kapitał własny przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej	9 129	8 777	8 770
Zobowiązania długoterminowe	8 306	7 417	7 402
Kredyty i pożyczki	2 900	3 086	2 475
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	3 666	2 639	3 116
Zobowiązania krótkoterminowe	2 330	2 497	2 240
Bieżąca część kredytów i pożyczek	345	334	203
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	645	811	877
Rezerwy krótkoterminowe	616	711	471
Suma bilansowa	19 809	18 731	18 456

Źródło: Energa SA

Na początku stycznia Energa jako jedna ze stron wzięła udział w emisji akcji Polimex-Mostostal, obejmując akcje za łączną kwotę 75 mln zł, co przełożyło się



16,48% udziałów w kapitale zakładowym. Z kolei sprzedaż pakietu udziałów w Ostrołęce było związane z realizacją projektu Ostrołęka C. Wcześniej spółka wykazywała Ostrołękę jako spółkę zależną, jednak po sprzedaży 50% udziałów wystąpiła konieczność przekwalifikowania tej inwestycji w bilansie, co miało również swoje przełożenie na spadek wartości rzeczowych aktywów trwałych.

Poza tym, w aktywach Energi nie widać większych zmian, poza zwiększeniem stanu środków pieniężnych do 2,24 mld zł, co bezpośrednio wiąże się ze zwiększeniem zadłużenia.

Po stronie pasywów największe zmiany widoczne są w stanie długoterminowych zobowiązań z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych. Pozycja ta zwiększyła się o ponad 1 mld zł w relacji do końca 2016 roku. Jest to związane z przeprowadzoną emisją euroobligacji w I kw. 2017 roku o łącznej wartości 300 mln euro. Pozyskane środki mają zostać przeznaczone na cele ogólnokorporacyjne, w tym na realizację strategii na lata 2016-2025. Poza opisywanymi zdarzeniami, w bilansie Energi nie widać większych zmian.

Wybrane wskaźniki finansowe	I połowa 2017 roku	2016 rok	2015 rok
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,7%	52,9%	52,2%
Dług netto	4,72 mld zł	4,67 mld zł	4,2 mld zł
Dług netto/EBITDA*	2,3	2,3	1,9
ROE*	8,2%	1,7%	9,5%
ROA*	3,8%	0,8%	4,6%

*EBITDA i zysk netto za ostatnie 12 miesięcy

Źródło: Energa SA

Wskaźnik ogólnego zadłużenia Energi systematycznie rośnie. Można wymienić dwa główne powody tej tendencji. Z jednej strony spółka ma za sobą bardzo trudny 2016 rok, w którym spisała istotną część aktywów, co obniżyło zysk netto, a więc również wpłynęło na kapitały własne. Z drugiej strony spółka zwiększyła



zadłużenie. W efekcie wskaźnik ogólnego zadłużenia na koniec I półrocza 2017 roku wyniósł 53,7%. Można natomiast zwrócić uwagę na zdywersyfikowane źródła finansowania, jak chociażby wspomniana emisja euroobligacji, uruchomienie finansowania z EBOR i EBI w łącznej kwocie 936 mln zł, czy też dofinansowanie unijne do projektów inwestycyjnych.

Pomimo faktu, że spółka istotnie zwiększyła zadłużenie w I półroczu 2017 roku, stan długu netto nie zmienił się istotnie w relacji do końca 2016 roku. Pozyskane z emisji obligacji środki nie zostały jeszcze wydane, przez co nie miało to większego wpływu na stan długu netto (liczony jako oprocentowane zadłużenie pomniejszone o stan środków pieniężnych). W połączeniu z lekką poprawą zysku EBITDA wskaźnik dług netto/EBITDA nie zmienił się w I półroczu bieżącego roku i wyniósł 2,3x.

W I półroczu 2017 roku widoczna jest odbudowa rentowności kapitału własnego i aktywów, głównie za sprawą braku odpisów, które obniżają zysk netto. Licząc dla ostatnich 12 zaraportowanych miesięcy wskaźnik ROE wyniósł 8,2% na koniec czerwca 2017 roku, a ROA 3,8%.

Wskaźniki rynkowe na dzień 25 października 2017 roku	Energa	PGE	Tauron	Enea
C/Z	7,0	7,0	4,5	6,7
C/WK	0,57	0,56	0,35	0,49
Kapitalizacja (mld zł)	5,23	24,72	6,15	6,16

Źródło: opracowanie własne

Jak pokazuje powyższa tabela, nie ma większych różnic w poziomach wskaźników rynkowych wśród spółek energetycznych. Nieco niższe wartości charakterystyczne są tylko dla Tauronu. Na dzień 25 października 2017 roku wskaźnik ceny do zysku dla Energi wyniósł 7, a ceny do wartości księgowej 0,57. Choć nieznacznie, ale były to najwyższe wartości spośród grupy porównawczej.



Pod względem kapitalizacji największą spółką pozostaje PGE, które jest większe od wszystkich trzech pozostałych spółek razem wziętych. Energa jest z kolei najmniejsza, a jej kapitalizacja wyniosła 5,23 mld zł.

5. Perspektywy i realizacja strategii

Energa opublikowała szacunki wyników osiągniętych w III kw. 2017 roku. Zgodnie z nimi spółka osiągnęła w minionym kwartale 500 mln zł EBITDA, czyli o 13,9% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Segment Dystrybucja wygenerował 412 mln zł EBITDA, pokazując poprawę o 5,6%. Z kolei segment Wytwarzanie osiągnął 90 mln zł wobec 27 mln zł przed rokiem. Problemy widoczne były natomiast w segmencie Sprzedaż, którego EBITDA wyniosła 13 mln zł, czyli była o 63,9% mniejsza niż przed rokiem.

Spustoszenia w wynikach nie wywołały nawałnice, które dotknęły Polskę w III kw. 2017 roku. Spółka komunikowała, że straty nie powinny w znaczący sposób przełożyć się na wyniki spółki, ponieważ majątek był ubezpieczony. Jak pokazały szacunki, Energa poprawiła zysk EBITDA w segmencie Dystrybucja w III kw.

Trzeba pamiętać, że EBITDA nie uwzględnia odpisów na aktywach. Spółka poinformowała, że wyniki III kw. bieżącego roku zostaną obciążone odpisem aktualizującym wartość farm wiatrowych w kwocie około 81,4 mln zł. Na dodatek, rok temu w III kw. spółka rozwiązała odpis na elektrowni Ostrołęka C, co podwyższyło zaraportowany zysk netto o 110 mln zł. Dlatego końcowy wynik III kw. może istotnie różnić się w relacji rok do roku.

W perspektywie kolejnych okresów ważnym czynnikiem wpływającym na wyniki Energi będzie realizacja strategii na lata 2016-2025. Więcej na jej temat pisaliśmy w raporcie rok temu. W tym miejscu przypomnijmy jedynie, że celem finansowym



Energi jest osiągnięcie 2,4 mld zł EBITDA do 2020 roku i 3 mld zł EBITDA do 2025 roku. Przyczynić się ma do tego nowa oferta produktowa, która ma być widoczna już w wynikach za 2017 rok w wysokości 5 mln zł EBITDA. W 2020 roku zysk EBITDA z tej działalności ma się zwiększyć do 100 mln zł, a w 2025 roku do 300 mln zł. Drugim czynnikiem wspierającym wyniki ma być poprawa efektywności, której kontrybucję w wyniku EBITDA oszacowano na 130 mln zł w 2020 roku i 150 mln zł w 2025 roku. Spółka dodała, że osiągnięcie takich wyników może być trudne bez akwizycji. Podczas konferencji wynikowej Prezes Energi, Daniel Obajtek, powiedział, że prowadzone są rozmowy na temat akwizycji związanych z różnymi źródłami wytwórczymi. Spółka nie planuje natomiast inwestycji w aktywa o charakterze wydobywczym.

Poza strategią grupy na lata 2016-2025, Energa przyjęła strategię innowacji na lata 2017-2020 z perspektywą 2025+. Do jej realizacji powołała dedykowaną jednostkę badawczo-rozwojową - Centrum Badawczo-Rozwojowe im. M. Faradaya (CBRF). Spółka chce przeznaczać na innowacje 40 mln zł rocznie. Ponadto, wydatki na badania i rozwój mają systematycznie rosnąć, aż do 2,5% EBITDA w 2025 roku (w 2016 roku było to 0,48% EBITDA). Spółka oszacowała, że udział nowych obszarów aktywności w EBITDA grupy może wynieść 100 mln zł, a w 2025 roku ma być trzykrotnie większy. Obszary i projekty, w które Energa chce inwestować, to między innymi:

- rozwój inteligentnych sieci i klastrów balansujących;
- magazynowanie energii;
- elektromobilność;
- usługi systemowe dla operatorów sieciowych;
- rozwój systemów diagnostycznych;
- poprawa niezawodności i ciągłości zasilania odbiorców;



- zwiększenie efektywności energetycznej.

Jednym z działań w ramach realizacji strategii innowacji jest przebudowa sieci do standardów Smart Grid. Na ten projekt spółka pozyskała 166 mln zł dofinansowania (całkowity koszt projektu wynosi 240 mln zł). Inwestycja powinna przyczynić się do zwiększenia efektywności operacyjnej.

Bardzo istotną zmianą dla spółek z sektora energetycznego będzie nowa formuła wyliczania stawek opłat za usługi dystrybucji energii elektrycznej od 2018 roku. Szczególnie istotne będzie to dla Energi, której EBITDA generowana jest w zdecydowanej większości przez Segment Dystrybucja. W taryfie na 2018 rok pierwszy raz uwzględnione zostaną wskaźniki jakościowe, czyli SAIDI (średni systemowy czas trwania przerwy długiej w dostawach energii elektrycznej, wyznaczony w minutach na osobę) i SAIFI (średnia systemowa częstość przerw długich w dostawach energii elektrycznej, wyrażona w liczbie zakłóceń na odbiorcę). Za niezrealizowanie określonych celów spółki mogą zostać ukarane przez zmniejszenie współczynnika jakościowego Q uwzględnianego przy obliczeniu zwrotu z kapitału (im mniejsza wartość współczynnika tym mniejszy zwrot dla spółki). Na ten rok taryfowy Energa komunikuje wypełnienie celów nałożonych przez regulatora.

Formuła wyliczania średnioważonego kosztu kapitału (WACC) dla Segmentu Dystrybucja opiera się o stopę wolną od ryzyka, ustalaną jako średnia rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o najdłuższym terminie do wykupu, w okresie 18 miesięcy zakończonych 30 września. Jak pokazuje poniższy slajd z prezentacji wynikowej Energi, stopa wolna od ryzyka spadała w ostatnich latach i w taryfie na 2017 roku wyniosła 2,91%. Natomiast w taryfie na 2018 rok wyliczona w przedstawiony sposób stopa wolna od ryzyka może wynieść 3,26%, a więc może



być o 35 punktów bazowych większa. Przekłada się to na wyższy WACC w 2018 roku, co ma pozytywny wpływ na zwrot z kapitału Segmentu Dystrybucji.

Wartość Regulacyjna Aktywów



* zmniejszenie zwrotu z kapitału o 5% w wyniku decyzji Prezesa URE

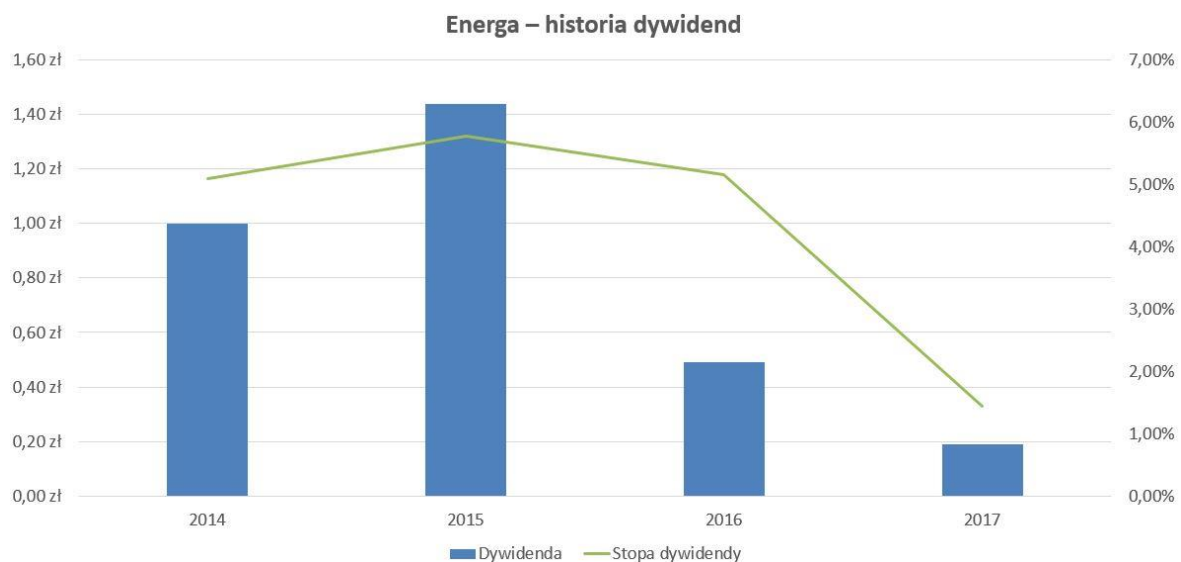
Źródło: Energa SA

Dla inwestorów bardzo ważną kwestią w przypadku Energi, ale i w ogóle spółek energetycznych, jest dywidenda. Od ostatniego roku niewiele się zmieniło. Spółka podtrzymuje, że chce się dzielić zyskiem z akcjonariuszami i widzi przestrzeń w bilansie na wypłatę. Pierwszeństwo mają jednak inwestycje. Obecnie wydaje się, że inwestorzy nie powinni liczyć na dywidendy w takiej wysokości jak chociażby w 2014 czy w 2015 roku. Potwierdził to minister energii, Krzysztof Tchórzewski, który powiedział niedawno, że obecna strategia co do energetycznych spółek



Skarbu Państwa zakłada minimalizację dywidend i skupienie się na budowie wartości.

W dniu 9 października bieżącego roku Energa wypłaciła swoim akcjonariuszom dywidendę w wysokości 0,19 zł na akcję. Dla ceny zamknięcia z ostatniego dnia z prawem do dywidendy stopa dywidendy wyniosła 1,4%. Spośród pozostałych porównywalnych spółek z sektora energetycznego tylko Enea podzieliła się zyskiem z akcjonariuszami w 2017 roku (0,25 zł, DY 1,7%). PGE i Tauron zatrzymały zyski, przy czym Tauron nie wypłacił dywidendy już drugi rok z rzędu.



Źródło: opracowanie własne

W przyszłych okresach pozytywną kontrybucję do wyników Energi mogą przynieść również wspomniane w pierwszych rozdziałach raportu nowelizacja ustawy o OZE i zaprzestanie realizacji umów sprzedaży zielonych certyfikatów. Ponadto, wpływ na wyniki będzie miał udział w wyniku netto PGG i Polimex-Mostostal.



6. Ostatnie rekomendacje

Data rekomendacji	Cena docelowa jednej akcji	Zalecenie	Instytucja
Październik 2017 roku	14,49 zł	akumuluj	DM mBanku
Wrzesień 2017 roku	14,50 zł	neutralnie	UBS
Wrzesień 2017 roku	15,78 zł	kupuj	Ipopema
Sierpień 2017 roku	14,70 zł	kupuj	Raiffeisen
Sierpień 2017 roku	13,90 zł	trzymaj	DM PKO BP

Rekomendacje z ostatnich miesięcy dla Energi w większości są pozytywne. Najwyższą rekomendację wydali analitycy Ipopemy w raporcie z września, wskazując na cenę docelową 15,78 zł z zaleceniem „kupuj”.

7. Analiza techniczna



Źródło: opracowanie własne na podstawie programu AmiBroker, Dane: Stooq.pl



Kurs akcji Energi wyznaczył dołek w listopadzie 2016 roku. Od tego momentu cena zwyżkowała z okolic 7 zł nawet do 14 zł, pokonując przy tym istotne opory: 200-okresową średnią kroczącą i poziom 10 zł, co pozwoliło na zakończenie spadkowej struktury coraz niższych szczytów i dołków. Na razie notowania zatrzymały się na oporze w okolicach 14 zł, czyli szczytu z początku 2016 roku i od dwóch miesięcy poruszają się w kanale korekcyjnym. Najbliższe wsparcie można wyznaczyć w strefie 11,30 zł - 11,80 zł.

8. Podsumowanie raportu i wnioski

W 2017 roku spadkowa tendencja zysków Energi została zahamowana. Skorygowany o wszystkie zdarzenia jednorazowe (określone na podstawie kryterium istotności, za które przyjęto wartość 25 mln zł) zysk EBITDA wyniósł 1 101 mln zł wobec 1 082 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego, co przekłada się na wzrostową dynamikę na poziomie 1,8%. Opublikowane szacunki wyników za III kw. 2017 roku wpisują się w pozytywną tendencję - EBITDA wyniosła 500 mln zł i była o 13,9% wyższa niż rok temu. Zysk EBITDA nie uwzględnia jednak odpisów, które w III kw. 2017 roku wyniosą 81,4 mln zł. Dlatego na poziomie zysku netto relacja rok do roku będzie inna.

Energa była największym beneficjentem nowelizacji ustawy o OZE, która wprowadziła urynkowaną stawkę opłaty zastępczej. W samym 2018 roku spółka oszacowała korzyści z tego tytułu na około 150 mln zł. Kolejne oszczędności może dać unieważnienie długoterminowych umów sprzedaży zielonych certyfikatów. Obecnie trwają prace nad uzyskaniem sądowego potwierdzenia nieważności umów. Natomiast oszczędności z tytułu zaprzestania realizacji umów spółka oszacowała na 110 mln zł w 2018 roku, a w okresie do końca obowiązywania tych umów nawet na 2,1 mld zł.



Pomimo wyhamowania negatywnych tendencji, do istotnej poprawy jest jeszcze daleka droga. Otoczenie branżowe jest cały czas bardzo wymagające. Tylko niektóre z przyczyn to narastająca konkurencja na rynku sprzedawców energii elektrycznej, konieczność ponoszenia dużych wydatków na sieć dystrybucyjną, czy szeroko rozumiane otoczenie prawne (na przykład wpływ funkcji Sprzedawcy Zobowiązanego na wyniki finansowe). Dużą szansą dla Energi jest wprowadzenie rynku mocy, które jest jednym z warunków inwestycji w Ostrołękę C (projekt realizowany z Eneą). Ustawa jednak musi najpierw zostać zatwierdzona przez Komisję Europejską.

Wreszcie wyzwaniem przed spółką są wysokie inwestycje, które zgodnie z planem mają wynieść 20,6 mld zł w latach 2016 - 2025. Inwestycje są priorytetem i w szczególności do nich będzie dostosowywana wypłata dywidend. Energa nie raz podkreślała, że chce pozostać spółką dywidendową i na razie widzi przestrzeń do wypłat, jednak nie wyklucza to scenariusza braku dywidendy w kolejnych okresach. Po drugie, nawet jeśli spółka będzie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami, to przy najmniej w obecnych warunkach trudno liczyć na dywidendę na poziomie z lat 2014 czy 2015.

Adrian Mackiewicz

Doradca inwestycyjny (571), Dyrektor działu analiz

amackiewicz@sii.org.pl

--

Autorzy niniejszej Analizy nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem. Niniejsza Analiza powstała w związku z umową zawartą z Grupą Kapitałową Energa S.A., obejmującą swoim zakresem przygotowanie raportu analitycznego. W ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło również inne usługi z zakresu relacji inwestorskich Grupie Kapitałowej Energa S.A. Ponadto Stowarzyszenie nie wyklucza złożenia oferty świadczenia takich usług Emitentowi w przyszłości.

Treść powyższej Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.