



30 marca 2010

Aktualizacja raportu



Sektor energetyczny

Polska

Cena bieżąca	23,00 PLN
Cena docelowa	27,90 PLN
Kapitalizacja	39,79 mld PLN
Free float	5,97 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	61,31 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	85,0%
Pozostali	15,0%

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.

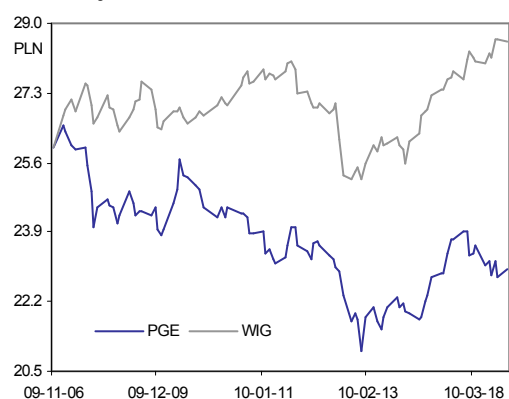
Profil spółki

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 56 TWh, co daje 42% 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. PGE jest również właścicielem pakietu 21,85% udziałów w Polkomtelu.

Ważne daty

17.05- publikacja raportu za 1Q'10
31.08- publikacja raportu za 1H'2010

Kurs akcji PGE na tle WIG



Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

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.

PGE

PGE PW; PGE.P.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

Najlepsza ekspozycja na rynek energii

Na wzrostowym rynku akcje PGE zachowywały się gorzej od indeksu WIG20, na co wpływ oprócz defensywnego charakteru Spółki, nadal miała perspektywa wzmożonej podaży akcji w drugiej połowie roku. Niezależnie od tego ostatniego czynnika, **podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj i zwracamy uwagę inwestorów na niskie ryzyko odchylenia wyników finansowych koncernu od naszych konserwatywnych prognoz, które w przypadku wskaźnika EV/EBITDA implikują kilkunastoprocentowe dyskonto do sektora. Wskazujemy również na fakt, że w pozytywnym scenariuszu dla gospodarki zyski PGE poprawią się znacznie szybciej niż będzie to możliwe w przypadku zachodnich koncernów energetycznych (efekt kontraktowania cen energii w końcówce roku). Uwzględniając niższą stopę wolną od ryzyka podnosimy wycenę akcji Spółki do 27,9 PLN.**

Wyniki za 4Q'09 zgodne z oczekiwaniami

Wyniki PGE za 4Q'09 okazały się być zgodne z naszymi oczekiwaniami, zarówno na poziomie operacyjnym jak i netto. W ujęciu segmentowym najważniejszym kontrybutorem skonsolidowanego EBIT był oczywiście segment wytwarzania, który wygenerował 1,06 mld PLN zysku operacyjnego (przy produkcji energii na poziomie 14,2 TWh vs. 14,6 TWh rok temu) vs. oczekiwane przez nas 0,9 mld PLN. Odchylenie to efekt zaksięgowanych wyższych o 62 mln PLN przychodów z rekompensat KDT oraz rozwiązania rezerwy rekultywacyjnej na 131 mln PLN (rok temu było to 565 mln PLN). Negatywne zaskoczenie pojawiło się z kolei na segmencie dystrybucji, który wypracował -4,8 mln PLN straty operacyjnej (prognoza 124 mln PLN i -152 mln PLN w 4Q'08), co prawdopodobnie wynika z zawiązanych rezerw bilansowych, których nie zakładaliśmy. Na uwagę w wynikach zasługuje bardzo mocny cash flow z działalności operacyjnej, który wyniósł 1,8 mld PLN (w całym roku 7,3 mld PLN vs. nasze szacunki 6,3 mld PLN). Przy nieco niższym niż oczekiwaliśmy poziomie nakładów inwestycyjnych (w całym roku 4 mld PLN vs. oczekiwane 4,67 mld PLN) i zaksięgowaniu wpływów z emisji akcji Spółka na koniec roku zaraportowała gotówkę netto w kwocie 2,7 mld PLN vs. nasze założenia 480 mln PLN, co poprawi wskaźniki EV/EBITDA.

Podaż akcji nadal obciążeniem

Nadal jednym z głównych ryzyk infekujących kurs akcji PGE pozostaje perspektywa znacznej podaży akcji w drugim półroczu. Z jednej strony 10% akcji zamierza zaoferować inwestorom instytucjonalnym Skarb Państwa, a z drugiej w ramach prowadzonego procesu konsolidacji grupy kapitałowej na jesieni Spółka planuje emisję do 136,7 mln walorów dla pracowników w zamian za ich udziały mniejszościowe w elektrowniach i kopalniach PGE (transakcja neutralna dla wyceny gdyż obniżone zostaną kapitały mniejszości). Łącznie podaż akcji przekroczy więc wartość 7 mld PLN (akcje pracownicze od razu wejdą do obrotu).

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	19 408,7	21 623,4	21 123,7	22 348,1	24 070,2
EBITDA	5 846,9	7 983,4	7 394,2	7 950,2	8 854,8
marża EBITDA	30,1%	36,9%	35,0%	35,6%	36,8%
EBIT	3 262,3	5 344,7	4 667,4	4 889,6	5 566,6
Zysk netto	1 920,2	3 370,7	3 138,3	3 305,3	3 548,0
DPS	0,29	0,71	0,76	0,91	0,96
P/E	17,6	11,8	12,7	12,0	11,2
P/CE	7,5	6,6	6,8	6,3	5,8
P/BV	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA*	7,4	5,2	5,8	6,0	6,2
DYield	1,3%	3,1%	3,3%	3,9%	4,2%

*wskaźnik uwzględnia wartość pakietu Polkomtela

4Q'2009- zgodnie z oczekiwaniami, mocny cash flow

Wyniki PGE za 4Q'09 okazały się być zgodne z naszymi oczekiwaniami, zarówno na poziomie operacyjnym jak i netto, różnią się natomiast nieco od wstępnych szacunków opublikowanych przez Spółkę 19 lutego, co zapewne wpłynęło na 8% odchylenie od rynkowego konsensusu (nasza prognoza była publikowana wcześniej). Na poziomie rachunku zysków i strat istotna różnica w relacji do naszych oczekiwań pojawia się jedynie w przypadku przychodów, ale jest to w dużej mierze efekt zmiany zasad konsolidacji transakcji z mniej istotnymi spółkami z grupy kapitałowej (bez tej zmiany roczna sprzedaż byłaby wyższa o 1,4 mld PLN). W ujęciu segmentowym najważniejszym kontrybutorem skonsolidowanego EBIT był oczywiście segment wytwarzania, który wygenerował 1,06 mld PLN zysku operacyjnego (przy produkcji energii na poziomie 14,2 TWh vs. 14,6 TWh rok temu) vs. oczekiwane przez nas 0,9 mld PLN. Odchylenie to efekt zaksięgowanych wyższych o 62 mln PLN przychodów z rekompensat KDT oraz rozwiązania rezerwy rekultywacyjnej na 131 mln PLN (rok temu było to 565 mln PLN). Negatywne zaskoczenie pojawiło się z kolei na segmencie dystrybucji, który wypracował -4,8 mln PLN straty operacyjnej (prognoza 124 mln PLN i -152 mln PLN w 4Q'08), co wynika z zawiązanych rezerw bilansowych, których nie zakładaliśmy. Segment hurtowy wypracował EBIT na poziomie 90 mln PLN (prognoza 52 mln PLN), a segment detaliczny 109 mln PLN (prognoza 111 mln PLN). Ostatecznie skonsolidowany wynik operacyjny Grupy PGE wyniósł 1,3 mld PLN.

Skonsolidowane kwartalne wyniki finansowe PGE

(mln PLN)	IVQ2009	IVQ2008	zmiana	IVQ2009P	wyniki vs. prognoza	konsensus	wyniki vs konsensus	2009	2008	zmiana
Przychody	5 752,9	4 499,7	28%	6 511,9	-12%	6 072,0	-5%	21 623,4	19 408,7	11%
EBITDA	2 020,3	1 693,3	19%	1 995,8	1%	2 188,0	-8%	7 983,4	5 846,9	37%
marża EBITDA	35,1%	37,6%	-	30,6%	-	36,0%	-	36,9%	30,1%	-
EBIT	1 319,0	1 023,5	29%	1 283,9	3%	1 481,0	-11%	5 344,7	3 262,3	64%
Zysk brutto	1 362,6	877,2	55%	1 348,4	1%	-	-	5 378,5	3 169,5	70%
Zysk netto	848,8	512,6	66%	860,9	-1%	871,0	-3%	3 370,7	1 920,2	76%

Źródło: PGE, szacunki DI BRE, PAP

Na poziomie działalności finansowej, po uwzględnieniu zysków konsolidowanych z Polkomtela, saldo było dodatnie i wyniosło +43,6 mln PLN, a niewielkie odchylenie od naszej prognozy (64,4 mln PLN) to efekt niższych przychodów odsetkowych. Na pozycji podatku dochodowego nie było zaskoczeń, a zyski przyporządkowane mniejszościowym akcjonariuszom okazały się tylko o 23 mln PLN wyższe niż oczekiwaliśmy. Ostatecznie więc zysk netto wyniósł 848,8 mln PLN, kształtując się blisko naszej prognozy. Na uwagę w wynikach zasługuje bardzo mocny cash flow z działalności operacyjnej, który wyniósł 1,8 mld PLN (w całym roku 7,3 mld PLN vs. nasze szacunki 6,3 mld PLN). Przy nieco niższym niż oczekiwaliśmy poziomie nakładów inwestycyjnych (w całym roku 4 mld PLN vs. oczekiwane 4,67 mld PLN) i zaksięgowaniu wpływów z emisji akcji Spółka na koniec roku zaraportowała gotówkę netto w kwocie 2,7 mld PLN vs. nasze założenia 480 mln PLN, co poprawi wskaźniki EV/EBITDA. Zarząd w raporcie rocznym zaproponował wypłatę 1,3 mld PLN dywidendy z zysku za rok 2009, co implikuje 76 groszy na akcję, czyli mniej niż zakładane przez nas dotychczas 98 groszy.

Wyniki kwartalne Grupy PGE w ujęciu segmentowym*

(mln PLN)	1H 2008	III kw. 08	IV kw. 08	1H2009	III kw. 09	IV kw. 09
Przychody	10 689	4 220	4 500	11 100	4 770	5 753
EBIT	1 566	673	1 023	2 913	1 113	1 319
wytwarzanie	773,7	561,7	1 314,7	2 176,8	788,8	1 060,6
energetyka odnawialna	71,6	34,4	29,7	39,9	19,6	18,1
dystrybucja	296,6	87,6	-154,4	207,9	60,2	-4,8
obróć hurtowy	309,2	-45,2	-189,5	199,8	149,4	90,3
sprzedaż detaliczna	47,1	25,3	4,4	206,1	82,6	109,0
pozostała działalność	67,5	9,4	18,5	82,2	12,5	40,8
EBITDA	2 900	1 253	1 693	4 208	1 755	2 020
Wolumen produkcji energii w GWh	27,6	13,9	14,6	26,4	13,2	14,2
Wolumen dystrybucji energii GWh	b/d	b/d	7,8	14,7	7,4	7,9

*danych za 1Q'08, 2Q'08, 1Q'09 i 2Q'09 Spółka nie opublikowała stąd podajemy dane za I-sze półrocze

Źródło: PGE, opracowanie DI BRE

Założenia makroekonomiczne

Założenia makroekonomiczne przyjęte do modelu DCF

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Cena ropy Brent USD/Bbl	98,0	62,0	75,0	80,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
Cena energii EEX EUR/MWh	54,9	69,1	49,3	50,2	55,8	63,3	66,6	67,3	68,1	71,4	75,4	77,0
Cena energii w Polsce w PLN/MWh	154,3	195,0	190,0	190,8	200,9	221,5	233,1	235,7	238,4	249,8	263,8	269,4
Cena certyfikatu CO2 EUR/t	23,9	13,8	14,0	17,6	22,3	30,0	31,5	33,0	34,6	36,3	38,1	40,0
Cena węgla energetycznego PLN/t	192,7	274,1	240,2	247,7	284,9	274,7	274,7	274,7	274,7	274,7	274,7	274,7
PLN/USD średniorocznie	2,42	3,12	3,00	2,90	2,80	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70
EUR/PLN średniorocznie	3,48	4,33	4,05	3,80	3,60	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Produkcja energii PGE (TWh)	56,1	53,8	53,1	58,4	60,9	61,1	63,8	71,2	69,7	70,9	71,1	71,1
węgiel brunatny	38,2	35,9	35,3	40,2	42,1	42,1	42,1	42,1	40,4	40,4	40,4	40,4
węgiel kamienny	14,8	14,6	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1
gaz ziemny	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,5	4,4	4,4	5,3	5,3	5,3
wiatr	0,1	0,1	0,1	0,6	1,1	1,3	2,5	3,8	4,0	4,3	4,5	4,5
pozostałe	1,0	1,2	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9

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 27,90 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	24,20
Wycena DCF	50%	27,72
	cena wynikowa	25,96
	cena docelowa za 9 m-cy	27,90

Wycena DCF

Założenia modelu

1. Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec marca 2010 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy kapitały mniejszości oraz dług netto na koniec 2009 roku skorygowane o część rekompensat KDT, która stanowi element sporu z URE.
2. W modelu uwzględniamy przedstawione wcześniej założenia makroekonomiczne.
3. W wycenie bierzemy pod uwagę wartość posiadanych przez PGE aktywów pozaoperacyjnych, a więc 21,85% pakiet w Polkomtelu (3,1 mld PLN) oraz udziały w Exatelu i Autostradzie Wielkopolskiej (329 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 2019 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 dynamikę sprzedaży oraz marżę EBITDA z roku 2019.
8. Po roku 2019 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,6%, współczynnik beta na poziomie 0,9.

Model DCF wyceny akcji PGE

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	21 124	22 348	24 070	26 025	28 164	30 377	30 817	32 262	33 916	34 710	34 710
zmiana	-2,3%	5,8%	7,7%	8,1%	8,2%	7,9%	1,4%	4,7%	5,1%	2,3%	0,0%
EBITDA	7 394,2	7 950,2	8 854,8	9 127,1	9 970,3	10 965,7	10 539,8	11 196,7	11 387,4	11 669,0	11 669,0
marża EBITDA	35,0%	35,6%	36,8%	35,1%	35,4%	36,1%	34,2%	34,7%	33,6%	33,6%	33,6%
Amortyzacja	2 726,7	3 060,6	3 288,1	3 806,2	4 216,4	4 517,0	4 718,8	4 915,7	5 085,8	5 277,5	3 783,1
EBIT	4 667,4	4 889,6	5 566,6	5 320,9	5 753,9	6 448,7	5 821,0	6 281,0	6 301,6	6 391,4	7 885,9
marża EBIT	22,1%	21,9%	23,1%	20,4%	20,4%	21,2%	18,9%	19,5%	18,6%	18,4%	22,7%
Opodatkowanie EBIT	886,8	929,0	1 057,7	1 011,0	1 093,2	1 225,2	1 106,0	1 193,4	1 197,3	1 214,4	1 498,3
NOPLAT	3 780,6	3 960,6	4 509,0	4 309,9	4 660,7	5 223,4	4 715,0	5 087,6	5 104,3	5 177,1	6 387,6
CAPEX	-4 813	-8 226	-12 023	-8 550	-6 871	-5 426	-4 061	-3 993	-3 985	-3 783	-3 783
Kapitał obrotowy	-848,1	-627,5	-480,7	-508,2	-432,6	-424,7	-214,3	-311,1	-172,0	-82,5	-82,5
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	845,9	-1 832,3	-4 706,4	-942,0	1 573,9	3 889,6	5 158,9	5 698,7	6 033,0	6 589,0	6 305,1
WACC	10,1%	9,7%	8,8%	8,3%	8,2%	8,4%	8,6%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%
współczynnik dyskonta	93,0%	84,8%	78,0%	72,0%	66,6%	61,4%	56,5%	51,9%	47,6%	43,7%	43,7%
PV FCF	787,0	-1 553,9	-3 670,1	-678,5	1 047,9	2 389,6	2 917,2	2 955,8	2 873,2	2 881,2	
WACC	10,1%	9,7%	8,8%	8,3%	8,2%	8,4%	8,6%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%
Koszt długu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Stopa wolna od ryzyka	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%
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%	8,3%	28,4%	38,4%	40,4%	36,4%	30,6%	22,8%	25,0%	25,0%	25,0%
Koszt kapitału własnego	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
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)	91 226										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	39 891										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	9 949										
Wartość firmy (EV)	49 840										
Dług netto 2009 skorygowany	-2 087										
Udziałowcy mniejszościowi	7 681										
Wartość udziałów w Polkomtelu	3 067										
Pozostałe aktywa pozaoperacyjne	329										
Należny zwrot akcyzy od strat sieciowych	320										
Ostateczna wartość PGE	47 962										
Liczba akcji (mln)	1 730										
Wartość firmy na akcję (PLN)	27,72										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,5%										
Cena docelowa	29,80										
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej	6,7										
P/E(*10) dla ceny docelowej	16,4										
Udział TV w EV	80%										

Analiza wrażliwości
Wzrost FCF w nieskończoność

	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0pp	22,55	24,55	27,06	30,32	34,71
WACC +0,5pp	23,49	25,73	28,58	32,34	37,52
WACC	24,55	27,06	30,32	34,71	40,93
WACC -0,5pp	25,73	28,58	32,34	37,52	45,14
WACC -01,0pp	27,06	30,32	34,71	40,93	50,46

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/CE i EV/EBITDA w horyzoncie 2010-2012. Do grupy porównawczej wybraliśmy spółki energetyczne prowadzące swoją działalność zarówno w segmencie produkcji energii jak i dystrybucji. Uzupełniliśmy ją także o PGNiG, które wśród polskich spółek wydaje się również zbliżone do profilu utility. W porównaniu do podobnych europejskich podmiotów, PGE przy aktualnej cenie rynkowej oferuje dyskonto na poziomie EV/EBITDA (od 14% do 20%) i niewielką premię na poziomie mnożnika P/CE. Na tle najbliższego profilem działalności koncernu CEZ, dyskonto jest nawet wyższe i dla lat 2011-12 sięga nawet 30% (EV/EBITDA). W krótkim terminie widzimy szanse na zredukowanie tego dyskonta, ale w dłuższym horyzoncie polska Spółka powinna być w naszej opinii notowana na nieco niższych wskaźnikach z uwagi na znacznie korzystniejszą pozycję CEZ w zakresie emisyjności mocy wytwórczych w kontekście planowanego wdrożenia postanowień pakietu klimatycznego.

	Cena	P/CE				EV/EBITDA			
		2009	2010P	2011P	2012P	2009	2010P	2011P	2012P
EDF	38,79	6,6	6,1	5,7	5,3	7,0	6,4	6,0	5,6
E.ON AG	27,01	5,8	5,8	5,7	5,6	6,8	6,6	6,5	6,4
IBERDROLA SA	6,31	6,8	6,5	6,0	5,6	9,3	8,8	8,1	7,5
ENEL SPA	4,15	4,1	4,1	4,0	3,9	6,2	6,1	5,9	5,8
RWE AG	64,61	6,7	6,0	5,7	5,1	7,1	6,3	6,1	5,5
ENDESA SA	21,88	4,8	5,7	5,6	5,3	6,1	6,3	6,2	6,0
FORTUM OYJ	19,38	9,5	9,6	9,6	8,8	10,1	10,2	10,1	9,4
ENEA	18,91	7,1	6,3	6,3	6,1	5,1	4,3	4,3	4,0
PGNiG	3,65	6,9	5,2	5,4	5,2	6,9	4,8	5,0	4,7
CEZ	893,00	6,5	6,6	6,6	6,4	6,6	6,9	6,9	6,6
Maksimum		9,5	9,6	9,6	8,8	10,1	10,2	10,1	9,4
Minimum		4,1	4,1	4,0	3,9	5,1	4,3	4,3	4,0
Mediana		6,6	6,0	5,7	5,5	6,9	6,4	6,1	5,9
PGE	23,0	6,6	6,8	6,3	5,8	5,2	5,6	5,2	4,7
(premia / dyskonto)		-0,4%	12,5%	9,5%	6,7%	-24,1%	-11,4%	-14,2%	-20,2%
Implikowana wycena									
Mediana		6,6	6,0	5,7	5,5	6,9	6,4	6,1	5,9
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)		24,20							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2009

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	24 344,0	23 090,7	19 408,7	21 623,4	21 123,7	22 348,1	24 070,2
zmiana	-	-5,1%	-15,9%	11,4%	-2,3%	5,8%	7,7%
w tym KDT	0,0	0,0	1 322,0	1 532,3	851,8	513,6	519,3
EBIT, w tym	2 322,7	2 134,3	3 262,3	5 344,7	4 667,4	4 889,6	5 566,6
Wydobycie i wytwarzanie	1 307,6	1 485,9	2 650,1	4 026,3	3 365,9	3 274,2	3 527,2
Energetyka odnawialna	71,6	87,6	135,7	77,6	97,1	248,0	470,0
Dystrybucja energii	228,3	213,4	229,9	263,2	487,8	607,0	712,6
Sprzedaż hurtowa	643,6	201,7	74,5	439,4	395,5	429,3	442,7
Sprzedaż detaliczna	n/a	41,4	76,7	397,7	193,2	195,3	264,6
Pozostała działalność	96,7	104,2	95,3	140,5	128,0	135,8	149,5
EBIT	2 322,7	2 134,3	3 262,3	5 344,7	4 667,4	4 889,6	5 566,6
zmiana	-	-8,1%	52,8%	63,8%	-12,7%	4,8%	13,8%
marża EBIT	9,5%	9,2%	16,8%	24,7%	22,1%	21,9%	23,1%
Wynik na działalności finansowej	-323,5	-396,0	-331,3	-208,4	-79,4	-121,4	-427,0
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	198,0	239,2	238,6	242,2	242,2	242,2	242,2
Zysk brutto	2 197,2	1 977,5	3 169,5	5 378,5	4 830,2	5 010,3	5 381,9
Podatek dochodowy	395,2	-948,1	499,3	1 041,3	917,7	952,0	1 022,6
Udziałowcy mniejszościowi	363,6	803,0	750,1	966,5	774,2	753,1	811,3
Zysk z działalności zaniechanej	284,3	1 845,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	1 722,6	3 967,9	1 920,2	3 370,7	3 138,3	3 305,3	3 548,0
zmiana	-	130,3%	-51,6%	75,5%	-6,9%	5,3%	7,3%
marża	7,1%	17,2%	9,9%	15,6%	14,9%	14,8%	14,7%
Amortyzacja	3 836,7	3 840,8	2 584,6	2 638,7	2 726,7	3 060,6	3 288,1
EBITDA	6 159,4	5 975,1	5 846,9	7 983,4	7 394,2	7 950,2	8 854,8
zmiana	-	-3,0%	-2,1%	36,5%	-7,4%	7,5%	11,4%
marża EBITDA	25,3%	25,9%	30,1%	36,9%	35,0%	35,6%	36,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1 470,6	1 470,6	1 470,6	1 730,1	1 730,1	1 730,1	1 730,1
EPS	1,2	2,7	1,3	1,9	1,8	1,9	2,1
CEPS	3,8	5,3	3,1	3,5	3,4	3,7	4,0
ROAE	12,6%	16,3%	8,7%	12,5%	9,8%	9,9%	10,1%
ROAA	6,3%	7,9%	4,2%	6,6%	5,7%	5,8%	5,7%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	54 987,9	45 309,4	47 192,3	54 447,8	56 005,1	57 694,1	66 995,7
Majątek trwały	47 169,5	38 419,9	40 701,2	41 964,4	44 051,1	49 216,5	57 951,2
Rzeczowe aktywa trwałe	35 490,7	36 282,6	37 811,6	38 945,7	41 038,3	46 199,4	54 911,2
Wartości niematerialne i prawne	150,3	138,6	142,0	153,3	147,4	151,6	174,6
Udziały w innych podmiotach	724,9	726,1	1 479,1	1 354,8	1 354,8	1 354,8	1 354,8
Pozostałe aktywa trwałe	10 803,5	1 272,6	1 268,6	1 510,6	1 510,6	1 510,6	1 510,6
Majątek obrotowy	7 818,4	6 889,4	6 491,1	12 483,4	11 954,0	8 477,6	9 044,5
Zapasy	747,1	798,9	1 128,0	1 271,2	1 241,8	1 313,8	1 415,0
Należności krótkoterminowe	2 403,5	2 335,2	1 792,6	2 059,1	2 011,5	2 128,1	2 292,1
Pozostałe aktywa obrotowe	1 357,7	1 028,9	1 429,6	1 440,2	2 340,2	2 840,5	3 142,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	3 310,2	2 726,4	2 140,8	7 712,8	6 360,4	2 195,2	2 195,2

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	54 987,9	45 309,4	47 192,3	54 447,8	56 005,1	57 694,1	66 995,7
Kapitał własny	27 301,8	21 252,4	22 809,7	31 168,3	32 749,7	34 243,6	35 896,9
Kapitał akcyjny	397,5	14 705,8	14 705,8	17 300,9	17 300,9	17 300,9	17 300,9
Pozostałe kapitały własne	26 904,4	6 546,6	8 103,9	13 867,4	15 448,8	16 942,7	18 596,0
Kapitał mniejszości	7 414,6	8 168,0	7 365,9	7 681,4	7 682,4	7 816,1	8 024,9
Zobowiązania długoterminowe	14 157,4	10 469,8	9 519,9	9 762,3	9 762,3	9 762,3	15 696,6
Pożyczki i kredyty	6 856,1	5 739,4	4 470,8	4 056,3	4 056,3	4 056,3	9 990,6
Pozostałe	7 301,3	4 730,4	5 049,1	5 706,1	5 706,1	5 706,1	5 706,1
Zobowiązania krótkoterminowe	6 114,0	5 419,1	7 496,8	5 835,7	5 810,7	5 872,0	7 377,2
Pożyczki i kredyty	1 608,7	1 312,1	3 038,1	969,9	969,9	969,9	2 388,9
Zobowiązania handlowe	1 634,8	1 554,0	1 012,1	1 082,6	1 057,6	1 118,9	1 205,1
Pozostałe	2 870,5	2 553,0	3 446,6	3 783,2	3 783,2	3 783,2	3 783,2
Dług	8 464,8	7 051,5	7 508,9	5 026,2	5 026,2	5 026,2	12 379,5
Dług netto	5 154,6	4 325,1	5 368,0	-2 686,6	-1 334,2	2 831,0	10 184,3
(Dług netto / Kapitał własny)	18,9%	20,4%	23,5%	-8,6%	-4,1%	8,3%	28,4%
(Dług netto / EBITDA)	0,8	0,7	0,9	-0,3	-0,2	0,4	1,2
BVPS	18,6	14,5	15,5	18,0	18,9	19,8	20,7



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	5 584,5	5 683,4	5 386,6	7 298,9	5 628,4	6 370,7	7 351,6
Zysk netto	1 722,6	3 967,9	1 920,2	3 370,7	3 138,3	3 305,3	3 548,0
Amortyzacja	3 836,7	3 840,8	2 584,6	2 638,7	2 726,7	3 060,6	3 288,1
Kapitał obrotowy	-299,6	4,6	-904,6	-499,5	-848,1	-627,5	-480,7
Pozostałe	324,8	-2129,9	1786,4	1789,0	611,4	632,4	996,1
Przepływy inwestycyjne	-2 572,0	-3 511,5	-5 444,5	-3 628,6	-4 523,2	-7 918,0	-11 760,1
CAPEX	-3 406,3	-3 635,3	-4 124,1	-4 022,2	-4 813,4	-8 225,9	-12 022,9
Pozostałe	834,3	123,8	-1320,3	393,6	290,2	307,9	262,7
Przepływy finansowe	-1 686,4	-2 761,2	-528,3	1 898,3	-2 457,6	-2 617,9	4 408,5
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	5 917,5	0,0	0,0	0,0
Dług	-660,4	-1 716,8	288,2	-2 449,3	0,0	0,0	7 353,3
Dywidenda (buy-back)	-395,7	-229,8	-424,4	-1 227,4	-1 314,8	-1 569,2	-1 652,6
Pozostałe	-630,4	-814,6	-392,1	-342,6	-1142,8	-1048,7	-1292,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	1 323,4	-586,4	-582,7	5 572,0	-1 352,4	-4 165,2	0,0
Środki pieniężne na koniec okresu	3 310,2	2 726,4	2 140,8	7 712,8	6 360,4	2 195,2	2 195,2
DPS (PLN)	0,27	0,16	0,29	0,71	0,76	0,91	0,96
FCF	2 058,3	3 292,5	318,9	2 420,4	815,0	-1 855,3	-4 671,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	14,0%	15,7%	21,2%	18,6%	22,8%	36,8%	49,9%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	19,6	8,5	17,6	11,8	12,7	12,0	11,2
P/CE	6,1	4,3	7,5	6,6	6,8	6,3	5,8
P/BV	1,2	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1
P/S	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9	1,8	1,7
FCF/EV	4,8%	7,6%	0,7%	5,8%	1,9%	-3,9%	-8,5%
EV/EBITDA*	7,0	7,2	7,4	5,2	5,8	6,0	6,2
EV/EBIT	18,7	20,3	13,3	7,8	9,2	9,7	9,9
EV/S	1,8	1,9	2,2	1,9	2,0	2,1	2,3
DYield	1,2%	0,7%	1,3%	3,1%	3,3%	3,9%	4,2%

Cena (PLN)

	23,00						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1470,6	1470,6	1470,6	1730,1	1730,1	1730,1	1730,1
MC (mln PLN)	33 823,3	33 823,3	33 823,3	39 792,1	39 792,1	39 792,1	39 792,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	7414,6	8168,0	7365,9	7681,4	7682,4	7816,1	8024,9
EV (mln PLN)	43 325,1	43 249,0	43 489,8	41 719,5	43 072,8	47 371,8	54 933,9

*z uwzględnieniem pakietu Polkomtela



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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. Oczekiwanie 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 stanowił 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, 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	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-11-04	2010-02-12
kurs z dnia rekomendacji	23,00	21,00
WIG w dniu rekomendacji	37391,24	37322,52