



CMT *Advisory*

Sierpień 2013

Market Multiples Review 2000 – 2012

Sektor energetyczny



Zapraszamy Państwa do zapoznania się z raportem „Market Multiples Review” na temat kształtowania się mnożników EV/S, EV/EBITDA i P/E dla polskich spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w okresie 2000 – 2012.

Zakres niniejszego opracowania obejmuje kalkulację mnożników spółek z sektora energetycznego, które zostały do niego zaklasyfikowane przez Giełdę Papierów Wartościowych. W raporcie uwzględniono osiem spółek obecnych na GPW, a także dwie, która nie jest już notowana.

W ramach raportu zaprezentowano wartości mnożników EV/S, EV/EBITDA oraz P/E dla sektora energetyka, obliczone jako mediana z nieujemnych mnożników podmiotów z danej branży, na tle analogicznych wskaźników skalkulowanych dla indeksu WIG20. Mnożniki poszczególnych spółek wyznaczono dla okresu, w którym były one notowane na GPW.

Obliczeń mnożników dla indeksu WIG20 dokonano analogicznie, jak w przypadku sektora energetycznego, z uwzględnieniem zmian w składzie indeksu według stanów na koniec lat 2000 – 2012.

Szczegółowa metodologia prac objętych niniejszym raportem oraz przyjęte założenia przez CMT Advisory zostały scharakteryzowane na ostatniej stronie niniejszego opracowania.

Lista spółek z sektora energetycznego uwzględnionych w raporcie:

1. Elektrociepłownia Będzin S.A.
2. ČEZ a.s.
3. ENEA S.A.
4. E-Star Alternative Energy Service Plc.*
5. Ideon S.A.**
6. Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich
KOGENERACJA S.A.
7. Polish Energy Partners S.A.
8. PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.
9. PRATERM S.A.***
10. TAURON Polska Energia S.A.

* Spółka E-Star Alternative Energy Service Plc. opuściła system notowań 12 września 2012 roku.

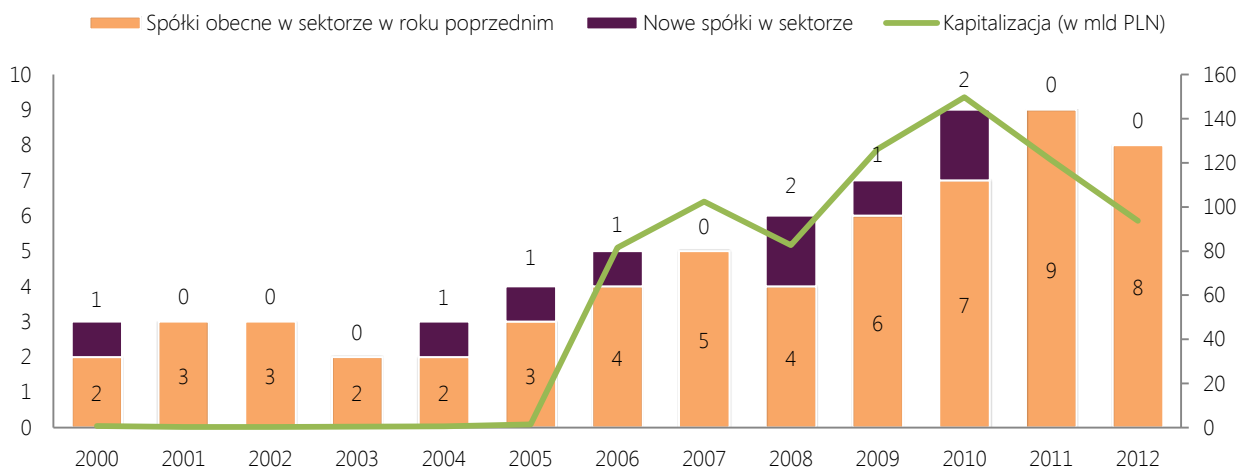
** Spółka Ideon S.A. (dawniej Centrozap S.A.) wykluczona została z obrotu w dniu 1 września 2003 roku, a następnie ponownie zadebiutowała dnia 30 września 2009 roku.

*** Spółka PRATERM S.A. opuściła system notowań 21 sierpnia 2008 roku.

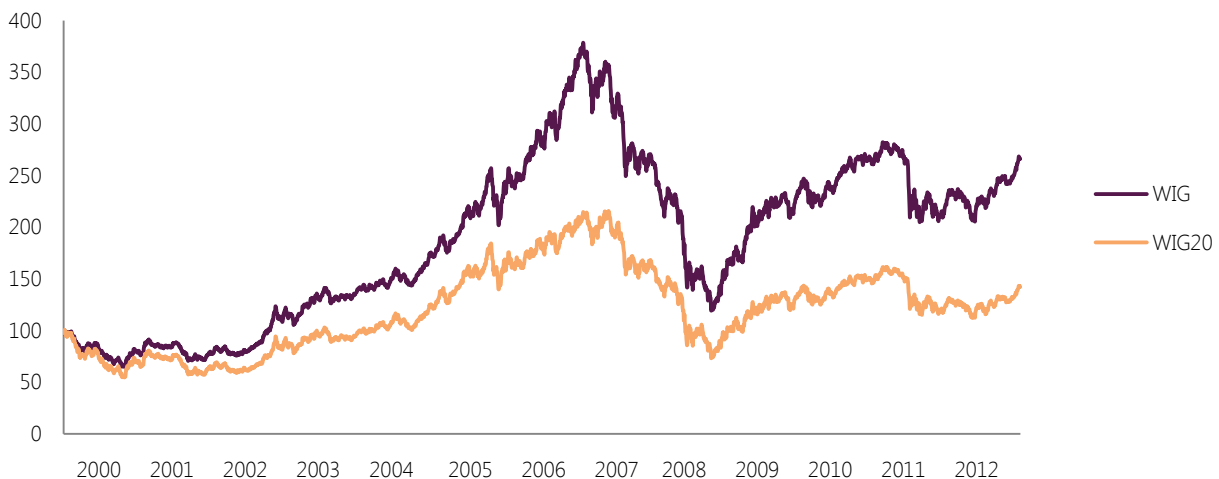
Oficjalnie sektor energetyczny wydzielony został z sektora usług innych w 2007 roku. W tym czasie notowanych na warszawskiej giełdzie było 5 spółek, które zakwalifikowane zostały do nowo utworzonego sektora. Niektóre z nich obecne były na rynku już od początku okresu, dla którego przeprowadzone zostało badanie, lecz ich łączna kapitalizacja do 2005 roku nie przekroczyła 1,5 mld PLN.

Znaczny wpływ na przyrost kapitalizacji badanego sektora miał debiut czeskiej spółki ČEZ a.s. w 2006 roku. W następnych latach sektor zasiliły znaczące polskie przedsiębiorstwa energetyczne: ENEA w 2008 r, PGE Polska Grupa Energetyczna w 2009 r. oraz TAURON Polska Energia w 2010 roku. W tym samym roku sektor osiągnął kapitalizację na poziomie 150 mld PLN.

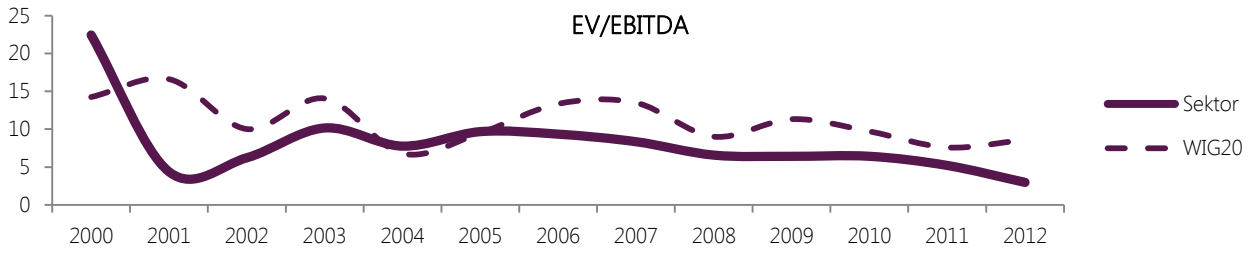
Liczba spółek objętych analizą w poszczególnych latach



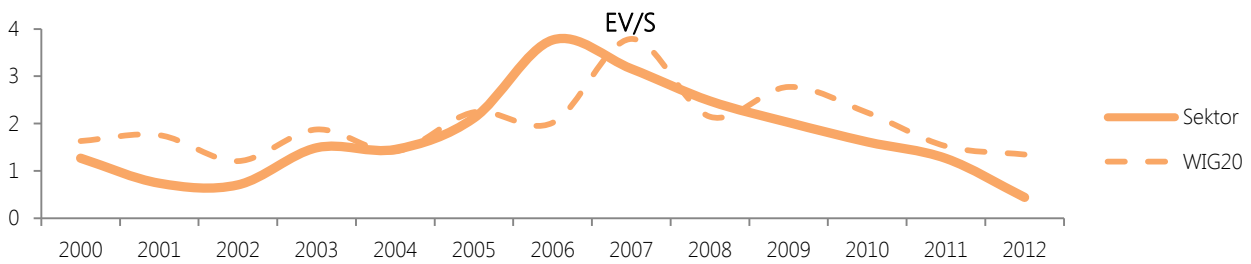
Notowania indeksu WIG w latach 2000 - 2012



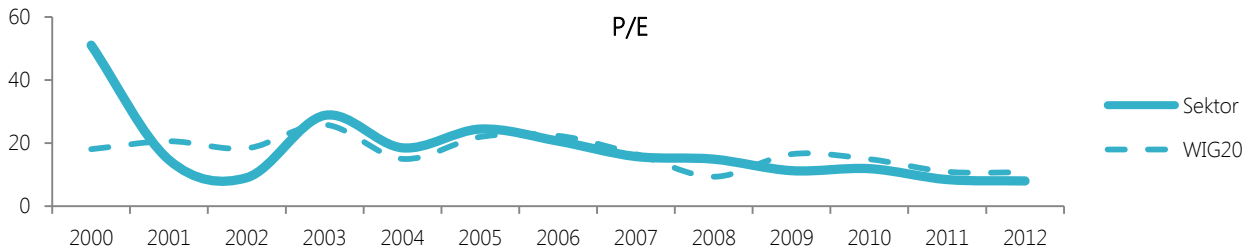
Sektor wydzielony został przez GPW w 2007 roku, jednakże spółki energetyczne obecne były na rynku od samego początku okresu



EV/EBITDA	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sektor	22,4	4,4	6,2	10,2	7,8	9,7	9,3	8,3	6,6	6,4	6,4	5,2	3,0
WIG20	14,2	16,6	10,0	14,1	6,8	9,5	13,3	13,5	9,0	11,3	9,7	7,6	6,7



EV/S	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sektor	1,3	0,7	0,7	1,5	1,5	2,1	3,8	3,2	2,5	2,0	1,6	1,3	0,4
WIG20	1,6	1,8	1,2	1,9	1,4	2,2	2,0	3,8	2,1	2,8	2,2	1,3	1,3



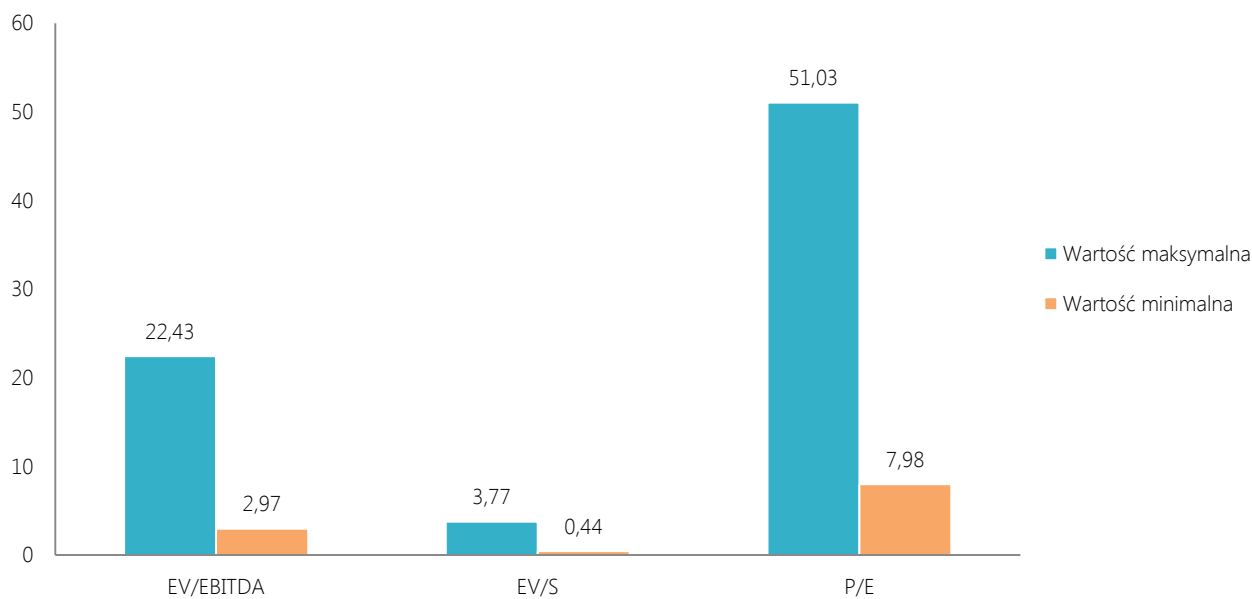
P/E	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sektor	51,0	14,7	9,0	28,8	18,5	24,4	20,6	15,7	14,9	11,2	11,9	8,4	8,0
WIG20	18,1	20,6	18,3	25,8	15,0	22,0	22,3	16,5	9,3	16,5	14,9	9,9	10,7

Lata 2005 – 2007 to czas hossy na światowych rynkach giełdowych. Jednakże tylko w przypadku mnożnika EV/S okres ten przełożył się na historycznie najwyższe jego wartości – maksimum wystąpiło w roku 2006. Dla pozostałych mnożników historyczne szczyty osiągnięte zostały na początku badanego horyzontu czasu, przy mniejszej liczebności spółek z branży.

Wykresy wartości mnożników cechują się niższymi wahaniami, co świadczy o tzw. defensywności sektora energetycznego



Maksymalne i minimalne wartości mnożników dla sektora w okresie 2000 - 2010



	EV/EBITDA	EV/S	P/E
Współczynnik zmienności	0,59	0,56	0,64

Współczynnik zmienności informuje o zmienności obserwacji w odniesieniu do wartości średniej. Najniższą wartością tego współczynnika charakteryzuje się mnożnik EV/S. Oznacza to, iż w latach objętych analizą wartość rynkowa przedsiębiorstw była najsilniej uzależniona od wysokości tego wskaźnika. Jednakże w przypadku wykluczenia z badanego okresu 2000 roku, znacznie zaburzającego odczyty zarówno dla mnożnika EV/EBITDA, jak i P/E – statystyka zmienności ulega zmianie. Wtedy to EV/EBITDA, ze zmiennością 31%, należałoby uznać za najbardziej stabilny z analizowanych mnożników, a zatem najlepiej oddający wartość godziwą przedsiębiorstw z sektora energetycznego.

	EV/EBITDA	EV/S	P/E
Wartość środkowa z median* – sektor	6,6	1,5	14,9
Wartość środkowa z median* – WIG20	10,0	1,9	16,5

* przez wartość środkową z median rozumie się medianę z wartości poszczególnych mnożników obliczonych dla lat 2000 – 2012.

Wartość środkowa z median wszystkich trzech mnożników była wyższa dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 niż dla przedsiębiorstw tworzących sektor energetyczny na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Najmniejsza różnica pomiędzy poszczególnymi wartościami wystąpiła w przypadku wskaźnika P/E, nieznacznie przekraczając 10%. Z kolei wartość środkowa z median dla mnożnika EV/EBITDA okazała się aż o 1/3 niższa niż dla indeksu WIG20.

Spółki z sektora energetycznego były w latach 2000 – 2012 wyceniane niżej od przedsiębiorstw z indeksu WIG20

Prace zaprezentowane w raporcie „Market Multiples Review” zostały wykonane przez CMT Advisory zgodnie z najlepszą wiedzą.

Informacje o wybranym sektorze pochodzą z portalu internetowego GPWInfoStrefa, prowadzonego przez warszawską Giełdę Papierów Wartościowych. Na ich podstawie przyjęto listę spółek wchodzących w skład analizowanej branży.

Dla wyszczególnionych spółek z sektora energetycznego zgromadzono dane finansowe za lata 2000 – 2012 na bazie ich rocznych skonsolidowanych sprawozdań finansowych, które zostały opublikowane dla analizowanych okresów.

W celu wyznaczenia rynkowej wartości kapitałów własnych, wykorzystanej do obliczenia rynkowej wartości przedsiębiorstwa „EV” (Enterprise Value), dla każdego roku zebrano kursy akcji z notowań na zamknięciu sesji giełdowej w ostatnim dniu sesyjnym kwietnia roku „x + 1” i przemnożono je razy łączną liczbę akcji według stanu na ten sam dzień. Otrzymaną rynkową wartość kapitałów własnych przedsiębiorstwa dla roku „x” powiększono o wartość długu netto oraz wartość księgową kapitałów mniejszości. Jako dług netto rozumie się wartość wszystkich zobowiązań finansowych pomniejszoną o środki pieniężne spółki według stanu na dzień 31 grudnia roku „x”.

W celu obliczenia wskaźników EV/S oraz EV/EBITDA otrzymaną dla danego roku wartość „EV” podzielono przez przypadające na dany rok odpowiednio przychody ze sprzedaży oraz wartość EBITDA, rozumianą jako zysk operacyjny powiększony o amortyzację.

Kalkulacja mnożnika P/E polegała na podzieleniu rynkowej wartości kapitałów własnych spółki przez zysk netto wypracowany w danym roku.

Jako mnożnik dla danego roku przyjęto medianę z wartości mnożników spółek wchodzących w dany rok w skład indeksu, po uprzednim wyeliminowaniu wartości ujemnych mnożników.

Mediana mnożników wszystkich spółek obliczonych dla poszczególnych lat została przyjęta jako wartość mnożnika indeksu sektora energetycznego w danym roku.

Podczas gromadzenia danych do kalkulacji mnożników zostały uwzględnione wszystkie spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2001 – 2012. W przypadku, gdyby dane przedsiębiorstwo było notowane na giełdzie w okresie nieobjętym analizą, nie zostałyby uwzględnione w badaniach w związku z nieobecnością w systemie notowań Giełdy Papierów Wartościowych.

KONTAKT:telefon: **61 855 30 10**dr Piotr Stobiecki: **stobiecki@cmt-advisory.pl**Piotr Kucharczyk: **kucharczyk@cmt-advisory.pl**