

Mariusz Lipski  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## **WYZWANIA SEKTORA ENERGETYCZNEGO W POLSCE Z PERSPEKTYWY AKCJONARIUSZY**

### **Streszczenie:**

Spółki sektora energetycznego postrzegane są, jako przedsiębiorstwa użyteczności publicznej cechujące się stabilnym poziomem generowanych nadwyżek oraz dostarczające swym akcjonariuszom korzyści poprzez wzrost wartości i wypłacaną dywidendę. Jednak szereg czynników o charakterze makroekonomicznym spowodowało, że podmioty z tej branży zaprezentowały w 2015r. istotnie słabsze wyniki niż w latach poprzednich. Ponadto wyzwania stojące przed sektorem sprawiają, że poziom i powtarzalność osiąganych do tej pory nadwyżek jest zagrożona. Tym samym weryfikacji ze strony inwestorów ulega atrakcyjność spółek z tego sektora, jako przedmiotu inwestycji, czego wyrazem jest istotnie większy spadek wartości na GPW w Warszawie w 2015r. indeksu WIG-Energia niż indeksu całego rynku (WIG). Artykuł stanowi próbę odpowiedzi, w jak dużym stopniu są to zjawiska trwałe i czy należy oczekiwać poprawy atrakcyjności i wyników sektora w najbliższych latach.

**Słowa kluczowe:** energetyka, akcjonariusz, odpisy aktualizacyjne.

### **Wprowadzenie**

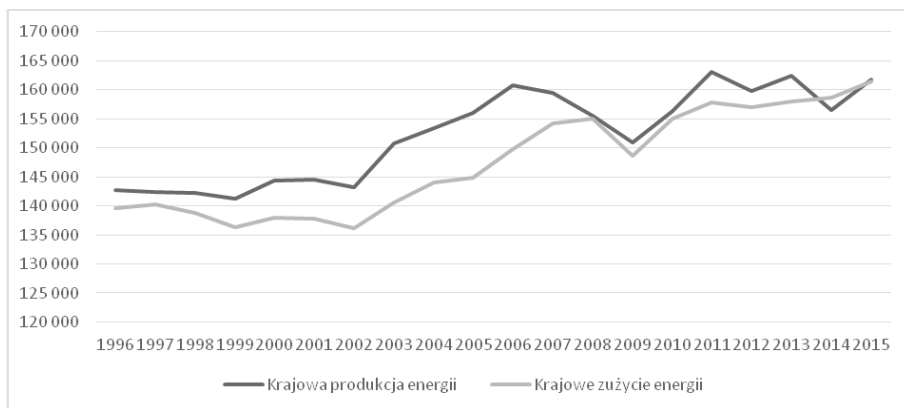
Akcje spółek energetycznych w powszechnej opinii uchodzą za stosunkowo bezpieczną inwestycję. Przedsiębiorstwa prowadzące działalność w tym sektorze, postrzegane są jako podmioty z obszaru użyteczności publicznej, cechujące się stabilnymi przepływami gotówkowymi i poziomem generowanych nadwyżek, przez co są w stanie dostarczać korzyści inwestorom poprzez wzrost wartości oraz wypłacaną dywidendę. Z powyższych względów także banki i obligatariusze dosyć chętnie pożyczają tym podmiotom środki, szczególnie że działalność w energetyce jest kapitałochłonna i wymaga istotnych nakładów finansowych. Jednak wyniki spółek energetycznych osiągnięte w roku 2015 oraz zachowanie się indeksu WIG-Energia na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie wskazują, że poziom ryzyka związanego z działalnością w omawianym sektorze istotnie wzrósł.

Celem opracowania jest weryfikacja atrakcyjności akcji spółek sektora energetycznego z punktu widzenia potencjalnych inwestorów, analiza przyczyn

zmian kondycji ekonomiczno-finansowej podmiotów reprezentujących omawiany sektor, jak również próba wskazania dalszych tendencji w tym zakresie. W opracowaniu autor posłużył się danymi największych uczestników rynku, podmiotów notowanych na warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych.

## 1. Charakterystyka polskiego sektora energetycznego

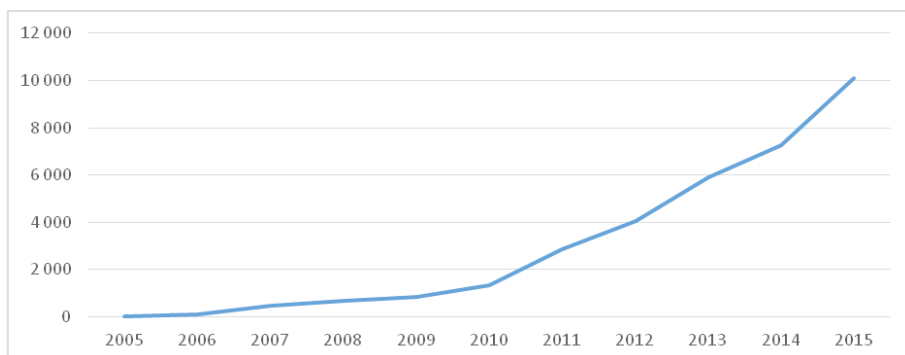
Polski sektor energetyczny jest szóstym pod względem wielkości w Europie i jednym z nielicznych, które na przestrzeni ostatnich lat prezentują pozytywne tendencje. Skala zużycia energii na przestrzeni lat 1996-2015 wzrosła z 139 593 GWh do 161 438 GWh, przy czym największe wzrosty notowane były w latach 2002-2008. Wprawdzie ostatnie lata cechowały się niższym tempem wzrostu, jednak na tle innych państw Unii Europejskiej i tak wyglądają one dosyć atrakcyjnie. Z racji stosunkowo niskiej skali połączeń transgranicznych prawie cały popyt pokrywany jest z krajowych źródeł. Import bądź eksport energii netto (występujący w zależności od sytuacji) odgrywa niewielkie znaczenie. Skala produkcji i zużycia energii elektrycznej w Polsce przedstawione zostały na wykresie 1.



**Wykres 1. Krajowa produkcja i zużycie energii elektrycznej w latach 1996-2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 4].

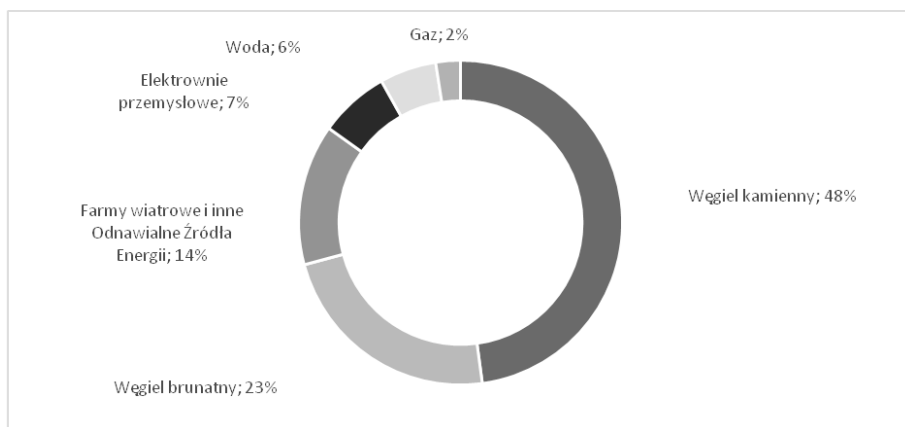
O ile, jak wskazuje wykres 1, łącznie wielkość produkcji na przestrzeni lat 2005-2015 wykazuje stosunkowo niewielkie tendencje wzrostu, o tyle dynamicznie rośnie znaczenie farm wiatrowych i innych odnawialnych źródeł energii elektrycznej. Jeszcze w roku 2006 ze źródeł tych wyprodukowane zostało zaledwie 69 GWh, podczas gdy w roku 2015r. był to już poziom 10 114 GWh (wykres 2), co stanowiło jednocześnie 6,3% całości wytworzonej energii w Krajowym Systemie Energetycznym w tym roku.



**Wykres 2. Krajowa produkcja energii elektrycznej z farm wiatrowych i innych odnawialnych źródeł energii w latach 2005- 2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 4].

Cechą charakterystyczną polskiego sektora energetycznego jest specyficzny mix źródeł, w oparciu o które wytwarzana jest energia elektryczna. Polska jest największym w Unii Europejskiej producentem i eksporterem węgla kamiennego, m.in. z tego powodu głównym paliwem wykorzystywanym przy produkcji energii elektrycznej jest węgiel kamienny, którego udział w strukturze mocy zainstalowanej na koniec 2015r. wynosił 48%. Drugim surowcem wykorzystywanym przy produkcji energii jest węgiel brunatny z 23% udziałem na koniec 2015r. Udziały poszczególnych źródeł w strukturze zainstalowanych mocy wytwórczych przedstawione zostały na wykresie 3.



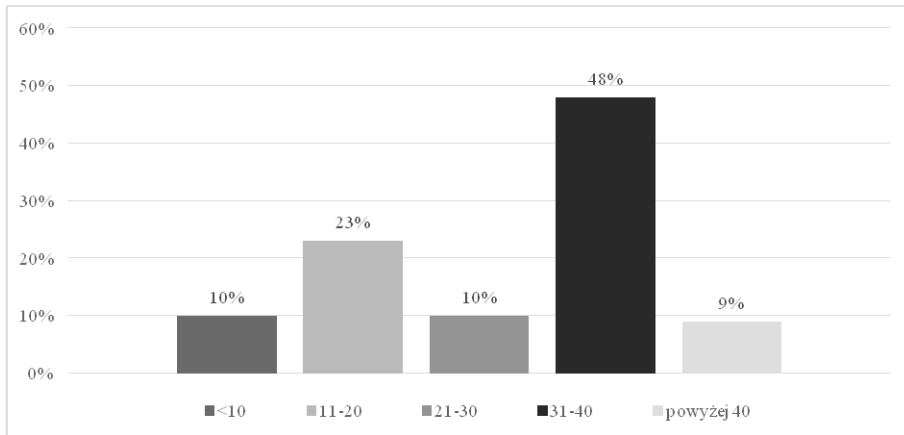
**Wykres 3. Struktura zainstalowanych mocy wytwórczych w Polsce w oparciu o źródło**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 4].

Jak wspomniano powyżej, w porównaniu z innymi państwami Unii Europejskiej, Polskę cechuje duży udział węgla kamiennego i brunatnego. Przez co,

w świetle działań mających na celu ochronę klimatu oraz obniżenie emisji CO<sub>2</sub> do atmosfery, kraj nasz staje w świetle konieczności istotnych nakładów inwestycyjnych w celu przebudowy systemu wytwórczego.

Inną specyficzną cechą polskiego systemu energetycznego jest wiek aktywów wytwórczych. W przeważającej części są to jednostki wysłużone, o niskich parametrach efektywnościowych, wymagające modernizacji bądź o bliskim końcu swojej użyteczności (strukturę wiekową elektrowni w Polsce przedstawia wykres 4).



**Wykres 4. Struktura wiekowa elektrowni w Polsce**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 6].

Jak wskazują dane przedstawione na wykresie 4, ponad 50% elektrowni pracujących w Polsce jest starszych niż 30 lat. Oznacza to, że przed sektorem pojawia się konieczność znaczących inwestycji odtworzeniowych, gdyż w przeciwnym przypadku grozi nam ryzyko braku odpowiednich mocy i przerw w dostawach prądu (ang. *black-out*).

## 2. Głównie gracze na rynku

Kształt polskiego sektora energetycznego jest efektem zmian przeprowadzonych na przełomie lat 2006–2007. Mając na uwadze potrzebę szerokich inwestycji, rząd przygotował program, w efekcie którego powstały cztery pionowo zintegrowane grupy energetyczne: PGE Polska Grupa Energetyczna, Tauron Polska Energia, Enea i Energa. Celem programu było m.in. utworzenie silnych ekonomicznie podmiotów gospodarczych, które byłyby w stanie ponosić koszty inwestycji, stanowić konkurencję oraz równoważyć rynek energetyczny w Polsce.

Realizowane zmiany uwzględniały także dyrektywy Unii Europejskiej, zgodnie z którymi infrastruktura transportowa (przesył i dystrybucja energii elektrycznej) podobnie jak w przypadku innych sektorów (np. sektor gazowy, czy też transport), powinny być wydzielone do oddzielnych podmiotów gospodarczych w celu równego zapewnienia dostępu wszystkim zainteresowanym podmiotom

(*Third Party Access* – zasada dostępu strony trzeciej). Pierwszym krokiem, zgodnie z dyrektywą Unii Europejskiej EC/54/2003 było wydzielenie podmiotu odpowiedzialnego za przesył energii elektrycznej jakim został PSE Operator oraz spółek odpowiedzialnych za dystrybucję energii. Operator systemu przesyłowego jest spółką w całości należąca do Skarbu Państwa, natomiast operatorzy systemów dystrybucyjnych jako odrębne podmioty prawne należą do grup energetycznych.

Łańcuch wartości w sektorze energetycznym przedstawiony został na rysunku 1, w tabeli 1 natomiast zaprezentowano największe podmioty operujące w poszczególnych segmentach.

### Rysunek 1. Łańcuch wartości w sektorze energetycznym



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1. Struktura rynku energii elektrycznej

Segment	Wytwarzanie	Przesył	Dystrybucja	Obrót
Główni gracze	<b>PGE, Tauron, Enea, Energa,</b> GDF Suez, EDF, ZE PAK, PGNiG	Polskie Sieci Elektroenergetyczne (monopol regulacyjny)	<b>PGE, Tauron, Enea, Energa,</b> RWE (oligopol regulacyjny)	<b>PGE, Tauron, Enea, Energa,</b> RWE, spółki z sektora telekomunikacyjnego, niezależne podmioty
Charakterystyka	Wytwarzanie energii z węgla kamiennego, węgla brunatnego, gazu oraz ze źródeł odnawialnych	„Transport” energii od wytwórców do dystrybutorów lub odbiorców końcowych (przemysł)	„Transport” energii w ramach lokalnych sieci dystrybucyjnych do odbiorców końcowych (przemysł i gospodarstwa domowe)	Sprzedaż energii elektrycznej odbiorcom końcowym lub odsprzedaż do innych podmiotów handlowych
Nadzór regulacyjny	Każdy segment sektora energetycznego w Polsce podlega nadzorowi Urzędu Regulacji Energetycznej			

Źródło: opracowanie własne.

Jak widać obszar przesyłu energii pozostaje w rękach spółki Polskie Sieci Elektroenergetyczne w całości należącej do Skarbu Państwa. W pozostałych przypadkach zwraca uwagę obecność wspomnianych wcześniej 4 grup energetycznych (PGE, Tauron, Enea i Energa) kontrolowanych przez Skarb Państwa i obecnych na kilku etapach łańcucha wartości, odgrywających główną rolę

w polskim systemie. Udziały poszczególnych grup w poszczególnych segmentach przedstawione zostały w tabeli 2.

**Tabela 2. Udział rynkowy „wielkiej czwórki”**

	Udział w rynku	PGE	Tauron	Energa	Enea
Wytwarzanie	Ilość energii wytworzonej	38%	11%	3%	9%
Dystrybucja	Ilość energii dystrybuowanej w ramach sieci dystrybucyjnych	27%	38%	17%	15%
Obrót	Ilość energii sprzedana	33%	26%	14%	13%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 4].

Analizując polski sektor energetyczny warto także zwrócić uwagę na rolę Urzędu Regulacji Energetyki, który nadzoruje rynek praktycznie na każdym etapie łańcucha wartości. W przypadku usług przesyłu i dystrybucji taryfy operatorów tych systemów podlegają akceptacji Prezesa URE. Podobnie jest w przypadku cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych. Jedynie ceny energii elektrycznej dla odbiorców przemysłowych i instytucjonalnych nie podlegają temu wymogowi.

### 3. Energetyka na Gieldzie Papierów Wartościowych

Po utworzeniu czterech grup energetycznych, stopniowo zostały one upublicznione poprzez wprowadzenie ich akcji na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, przy czym Skarb Państwa zachował nad nimi kontrolę.

Prywatyzacja ww. podmiotów, jak również Zespołu Elektrowni Pątnów Adamów Konin operującego w segmencie wytwarzania (ok. 10% udziału w rynku), miała na celu przede wszystkim:

- pozyskanie kapitału przez ww. podmioty,
- wprowadzenie do nich mechanizmów rynkowych, które poprawiłyby ich efektywność i umożliwiłyby pozyskanie środków także na międzynarodowych rynkach kapitałowych w razie potrzeb,
- wykreowanie wzajemnej konkurencji,
- umożliwienie obrotu akcjami ww. spółek pracownikom, a także nabycia przez inwestorów indywidualnych (tzw. „akcjonariat obywatelski”).

Pierwsza na giełdzie pojawiła się Enea, której akcje zadebiutowały 30 stycznia 2009 r., następnie PGE (15 grudnia 2009 r.), Tauron (30 czerwca 2010 r.) oraz Energa (11 grudnia 2013 r.). W dniu 30 października 2012r. na giełdzie pojawiły się także akcje ZE PAK.

Wraz ze wzrostem liczby podmiotów reprezentujących sektor energetyczny w Polsce, w szczególności ze były to podmioty o dużej skali działalności i poziomie kapitalizacji, GPW zaczęła publikować indeks WIG-Energia. Datą bazową indeksu jest 31 grudnia 2009r., a wartość indeksu w tym dniu wynosiła 3998,60 pkt., 30 października 2014r. indeks osiągnął najwyższy poziom tj. 4 825,69 pkt.

Jednak rok 2015 był dla sektora szczególnie niekorzystny. Wartość indeksu WIG-Energia spadła z 4 662,65 pkt. 24 kwietnia 2015r. (najwyższy poziom w 2015r.) do 2 928,40pkt. tj. o 37,2%. Dla porównania w samym czasie indeks WIG również zanotował spadek ale tylko o 17,8%.

Oslabienie „sentymetu” do podmiotów reprezentujących sektor energetyczny wynikało z kilku czynników:

- spadku na rynkach światowych cen węgla, co oznaczało pogorszenie wyników segmentu wydobywczego (PGE, Tauron, Enea, ZE PAK),
- konieczności realizacji/ukończenia inwestycji w aktywa wytwórcze, co przy spadku cen energii elektrycznej powoduje, że rentowność tych inwestycji staje pod znakiem zapytania,
- rosnącej dynamicznie skali nowych mocy wytwórczych w obszarze odnawialnych źródeł energii, które mają pierwszeństwo w Krajowym Systemie Energetycznym i cechują się znacznie niższymi kosztami zmiennymi niż źródła konwencjonalne,
- spadającymi cenami energii w Polsce (średnie ceny sprzedaży energii na rynku konkurencyjnym wg URE w: 2011: 198,90 zł/MWh; 2012: 201,36 zł/MWh; 2013: 181,55 zł/MWh; 2014: 163,58 zł/MWh),
- rosnącą konkurencją w segmencie obrotu,
- zapowiedziami Skarbu Państwa odnośnie konieczności wsparcia przez spółki energetyczne nierentownych kopalń węgla kamiennego,
- ryzykiem wzrostu kosztów wytwarzania energii opartej o węgiel z uwagi na prognozowany wzrost kosztów uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>.

W efekcie, prognozy wyników podmiotów z sektora energetycznego znacząco się pogorszyły.

Dodatkowym czynnikiem który pogrzyżył wyniki sektora były odpisy aktualizujące dokonane na koniec 2015r. Ich skalę, w szczególności na tle dotychczasowych wyników, na przykładzie PGE i Tauronu obrazują dane przedstawione w tabeli 3 i 4, gdzie zawarte zostały wyniki dwóch największych grup: PGE i Tauron na przestrzeni lat 2009-2015.

**Tabela 3. Wybrane dane finansowe PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Przychody ze sprzedaży	21 623	20 476	28 111	30 557	30 145	28 137	28 542
Wynik operacyjny	5 345	4 185	4 144	3 871	5 060	5 096	-3 589
<i>Zyskowność operacyjna</i>	24,7%	20,4%	14,7%	12,7%	16,8%	18,1%	-12,6%
Wynik netto	4 337	3 627	4 973	3 233	4 143	3 657	-3 037
<i>Zyskowność netto</i>	20,1%	17,7%	17,7%	10,6%	13,7%	13,0%	-10,6%
Aktywa ogółem	54 448	51 474	58 763	58 254	60 751	66 201	61 296
<i>ROA</i>	8,0%	7,0%	8,5%	5,5%	6,8%	5,5%	-5,0%
Kapitał własny	38 850	37 683	41 173	40 672	43 648	44 884	40 417
<i>ROE</i>	11,2%	9,6%	12,1%	7,9%	9,5%	8,1%	-7,5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 3].

**Tabela 4. Wybrane skonsolidowane dane finansowe Tauron Polska Energia S.A.**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Przychody ze sprzedaży	13 695	15 429	20 755	24 753	19 131	18 441	18 375
Wynik operacyjny	1 321	1 399	1 646	2 165	1 934	1 830	-1 901
<i>Zyskowność operacyjna</i>	9,6%	9,1%	7,9%	8,7%	10,1%	9,9%	-10,3%
Wynik netto	948	991	1 267	1 551	1 346	1 186	-1 804
<i>Zyskowność netto</i>	6,9%	6,4%	6,1%	6,3%	7,0%	6,4%	-9,8%
Aktywa ogółem	22 155	23 427	28 527	31 274	32 356	34 559	32 071
<i>ROA</i>	4,3%	4,2%	4,4%	5,0%	4,2%	3,4%	-5,6%
Kapitał własny	14 234	15 102	16 150	16 800	17 793	17 997	16 048
<i>ROE</i>	6,7%	6,6%	7,8%	9,2%	7,6%	6,6%	-11,2%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 5].

Dane zaprezentowane w tabeli 3 i 4 potwierdzają, że podmioty prowadzące działalność w sektorze energetycznym są w stanie generować stabilne zyski. Na przestrzeni lat 2009-2014 obie analizowane Grupy osiągały atrakcyjną rentowność swojej działalności. Co jest szczególnie ważne dla akcjonariuszy, obie firmy prowadzą również stabilną politykę dywidendową, zapewniając wypłaty z części generowanych zysków swoim akcjonariuszom.

Sytuacja odmiennie wygląda w roku 2015, kiedy to zarówno PGE i Tauron, jak również Enea oraz ZE PAK zanotowały duże straty, będące efektem odpisów aktualizujących wartość aktywów trwałych. Zdarzenia te wpisują się w trend mający miejsce także w całej Europie. Koncerny energetyczne jeden po drugim zmuszone były ogłosić, że ich aktywa konwencjonalne (węglowe i gazowe) warte



są istotnie mniej, niż wcześniej sądzono. Ich rentowność spada w głównej mierze z powodu spadku hurtowych cen energii, co jest efektem szybkiego rozwoju źródeł odnawialnych w Europie, cechujących się znikomymi kosztami zmiennymi [Graniszevska, 2016].

Istotny wpływ na sytuację i perspektywy sektora energetycznego ma także wspomniana wcześniej, zaostrzająca się europejska polityka klimatyczna. Z powyższych powodów o odpisach poinformowały takie koncerny jak: E.ON, który dokonał odpisów na kwotę 8,8 mld EUR [www 2], czy też francuska grupa EDF, która odpisała 3,2 mld EUR [www 1].

W przypadku polskich przedsiębiorstw, PGE dokonała odpisów na kwotę 7,1 mld zł, Tauron 3,6 mld zł, Enea na 1,7 mld zł a ZE PAK 1,9 mld zł [www 7]. W zasadzie jedynie Energa nie dokonała odpisów, jednak jest to grupa, która nie posiada aktywów wydobywczych, a wielkość aktywów wytwórczych w oparciu o węgiel także jest stosunkowo mała.

Analizując wyniki sektora warto zwrócić także uwagę na strukturę generowanych nadwyżek. O ile jeszcze kilka lat temu istotną rolę w tym zakresie odgrywały segmenty dystrybucji, wytwarzania i obrotu, o tyle obecnie jedynie obszar dystrybucji utrzymał poziom rentowności. Potwierdza to analiza struktury wyników poszczególnych segmentów Grupy Tauron w latach 2011 i 2015, która została zaprezentowana w tabeli 5. Należy dodać, że podobna sytuacja ma miejsce także w innych grupach.

**Tabela 5. Struktura wyniku operacyjnego Grupy Tauron w ujęciu segmentowym (mln zł)**

	Wydobywanie	Wytwarzanie	Dystrybucja	Sprzedaż	Pozostałe	Pozycje nieprzypisane / eliminacje	Razem
2011	174,9	546,0	1 065,7	452,1	36,0	-121,3	2 153,4
2015	-104,3	-3 477,1	1 371,6	369,6	32,6	-93,5	-1 901,1

Źródło: opracowanie własne.

Jak widać właśnie ten obszar, z zapewnioną rentownością dzięki taryfom zatwierdzanym przez URE stanowi swoistą „kotwicę” stabilizującą wyniki pionowo zintegrowanych grup energetycznych.

O ile jednak grupy zintegrowane pionowo mogą ratować swoje wyniki działalnością w obszarze dystrybucji, czy też obrotu, o tyle w przypadku Grupy ZE PAK, która jest typowym wytwórcą energii bez własnej sieci dystrybucyjnej oraz rozbudowanej struktury sprzedaży dla klientów detalicznych, zmiany na rynku powodują istotne pogorszenie wyników oraz perspektyw dalszej działalności. Powagę sytuacji oddaje poziom kapitalizacji giełdowej tej spółki, która na koniec 2015r. wynosiła zaledwie 453 mln PLN, podczas gdy w dniu debiutu 30 października 2012r. był to poziom blisko trzy razy wyższy, tj. 1 316 mln PLN.

Warto podkreślić, że także sytuacja w segmencie dystrybucji nie nastraja optymizmem. Analitycy szacują, że w 2016r. licząc rok do roku EBITDA tego

segmentu w Grupie Tauron i PGE spadnie o ok. 200-250 mln PLN, w Grupie Energa o 200 mln zł, a w Grupie Enea o 100 mln zł [Chojnacki, 2016].

Jest to efektem obniżenia stawki WACC z 6,8% do 5,7% oraz zaimplementowania przez Prezesa URE regulacji jakościowej, w której wskazane zostały cele w zakresie m.in. wskaźników SAIDI (wskaźnik przeciętnego czasu trwania przerwy w dostawach energii elektrycznej) i SAIFI (wskaźnik przeciętnej częstości przerw w dostawie energii). Pierwsze efekty tej regulacji mają być widoczne w 2018 r., bowiem wówczas stopień realizacji celów za rok 2016 w zakresie SAIDI i SAIFI oraz czasu realizacji przyłączenia po raz pierwszy przełoży się na taryfy dystrybucyjne. Oczekiwane poziomy wskaźników ogłoszone przez URE na lata 2016-2017 zakładają spadek wskaźników SAIDI w tym okresie o 15%, a wskaźnika SAIFI o 10%. W całym okresie regulacyjnym 2016-2020 operatorzy systemów dystrybucyjnych mają poprawić SAIDI i SAIFI o 50%, a to oznacza, że w latach 2018-2020 przed operatorami systemów dystrybucyjnych stałyby większe wyzwania niż w okresie 2016-2017. W przypadku czasu realizacji przyłączenia zachodzi sytuacja odwrotna. Obecnie rynek nie odbiera regulacji jako bezpośredniego zagrożenia, a ale sytuacja może się zmienić jeżeli pojawi się ryzyko niewykonania poziomów oczekiwanych przez URE.

## **Podsumowanie**

Celem opracowania była weryfikacja atrakcyjności akcji spółek sektora energetycznego z punktu widzenia potencjalnych inwestorów, analiza przyczyn zmian kondycji ekonomiczno-finansowej podmiotów reprezentujących omawiany sektor, jak również próba wskazania dalszych tendencji w tym zakresie.

Jak wskazuje przeprowadzona analiza, podmioty z sektora energetycznego wskutek licznych niekorzystnych zdarzeń o charakterze makroekonomicznym zaprezentowały w 2015r. znacznie słabsze wyniki niż w latach poprzednich. Przyczyniły się do tego w głównej mierze odpisy aktualizujące wartość aktywów trwałych w segmentach wytwarzania i wydobywania. Także perspektywy dalszej działalności trudno nazwać jako korzystne w świetle konkurencji na rynku, utrzymującej się presji na ceny energii, konieczność wsparcia sektora węglowego oraz planowanych istotnych nakładów inwestycyjnych w najbliższych latach.

W świetle spodziewanych gorszych wyników oraz konieczności weryfikacji dotychczasowych strategii, należy oczekiwać także modyfikacji polityki dywidendowej ze strony spółek energetycznych, co powoduje że ich atrakcyjność inwestycyjna dla potencjalnych inwestorów istotnie się zmniejszyła.

Pewną stabilizację prognozowanych wyników daje segment dystrybucji, w przypadku którego zatwierdzone przez URE taryfy gwarantują stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału. Jednak również w tym obszarze przedsiębiorstwa muszą poprawiać swoją efektywność. Ważnym zdarzeniem dla sektora może być utworzenie rynku mocy, w ramach którego wytwórcy energii otrzymywaliby zapłatę nie tylko za wyprodukowaną i sprzedaną energię elektryczną ale również za samą gotowość do produkcji. Rozwiązanie to jest niezbędne w celu zapewnienia

sprawności i bezpieczeństwa systemu energetycznego w Polsce w świetle rozwoju odnawialnych źródeł energii. Jednocześnie umożliwiłoby ono ustabilizowanie sytuacji ekonomiczno-finansowej wytwórców energii ze źródeł konwencjonalnych.

## Literatura

- Chojnacki Ireneusz, *EBITDA sektora dystrybucji energii spadnie o kilkaset milionów złotych*, <http://www.wnp.pl>, 26.02.2016.
- Graniszewska Magdalena, *Odpisy trzęsą energetyką*, „Puls Biznesu”, 10.03.2016.

## Źródła internetowe

- [www 1] <http://www.edf.com> (dostęp: 12.03.2016).
- [www 2] <http://www.eon.com> (dostęp: 12.03.2016).
- [www 3] <http://www.gkpgc.pl> (dostęp: 21.03.2016).
- [www 4] <http://www.pse.pl> (dostęp: 18.03.2016).
- [www 5] <http://www.tauron.pl> (dostęp: 21.03.2016).
- [www 6] <http://www.ure.gov.pl> (dostęp: 18.03.2016).
- [www 7] <http://www.wnp.pl> (dostęp: 21.03.2016).

## CHALLENGES OF THE ENERGY SECTOR IN POLAND FROM THE SHAREHOLDERS PERSPECTIVE

### Summary:

The energy sector partnerships are perceived as public sector companies with a stable level of generated surpluses, providing their shareholders with profits resulting from the increase of the value and paid-out dividend. However, a lot of macroeconomic factors have affected the sector companies which resulted in much worse financial returns in 2015. Additionally, the challenges the sector has been facing, pose a threat to the level and repeatability of the achieved surpluses. Consequently, the attractiveness of the energy sector companies as an investment is changing, which is confirmed by a significantly deeper decrease in 2015 of WIG-Energy index on the Warsaw Stock Exchange than the index of the entire market (WIG). The paper is an attempt to provide the answer to the question of how durable the situation can be and whether an improvement of the sector's attractiveness and better results in the following years should be expected.

**Keywords:** energy, shareholder, writedown.