

wtorek, 20 marca 2018 | komentarz specjalny

## CEZ – Wyniki za 4Q 2017 i prognozy na 2018

Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 506,40 CZK | cena bieżąca: 508,50 CZK

**CEZ PW; CEZ.WA | Sektor energetyczny, Czechy**

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

- Raportowana EBITDA** okazała się zbliżona do naszych prognoz i rynkowego konsensusu. Wyniki należy jednak oczyścić o efekt rewaluacji zielonych certyfikatów w Rumunii na poziomie 0,8 mld CZK.
- Generacja konwencjonalna:** EBITDA 4,7 mld CZK vs zakładane niecałe 3 mld CZK. Główne źródło zaskoczenia to ponadprzeciętne zyski na tradingu (0,7 mld CZK), niższe koszty CO<sub>2</sub> (0,4 mld CZK) oraz większy pozytywny wpływ zwiększonej produkcji w elektrowniach atomowych.
- OZE:** EBITDA 1,6 mld CZK vs zakładane 1,1 mld CZK – odchylenie wynika ze wspomnianej rewaluacji zielonych certyfikatów w Rumunii.
- Dystrybucja:** EBITDA 4,5 mld CZK vs 5,6 mld CZK w prognozie i 5,7 mld CZK przed rokiem. Źródłem zaskoczenia pozycja niezafakturowanej energii i wskaźników korygujących.
- Sprzedaż:** EBITDA 1,1 mld CZK zbliżona do prognoz.
- Wydobycie:** EBITDA 0,8 mld CZK poniżej prognoz na poziomie 1,2 mld CZK – niższe wolumeny i ceny.
- Segment pozostałe:** 0,2 mld CZK vs 0,7 mld CZK w prognozie – koszty transakcji i akwizycji.
- Amortyzacja i odpisy:** w 4Q'17 amortyzacja okazała się niższa od naszych szacunków o 0,8 mld CZK z uwagi na saldo odpisów (odwrócenie odpisu na Pocerady na 1,3 mld CZK i zawiązanie odpisu na aktywa dystrybucyjne w

Bułgarii na 0,9 mld CZK) oraz wydłużenie okresu użytkowania elektrowni jądrowych. W efekcie pojawiło się odchylenie in plus na poziomie EBIT.

- Saldo na działalności finansowej** było niższe od oczekiwań o 1,7 mld CZK, na co złożyły się głównie odpisy spółek tureckich. W połączeniu z wysoką efektywną stopą podatkową zaowocowało to negatywnym odchyleniem od naszych prognoz na poziomie zysku netto.
- Przepływy z operacji wyniosły 9,6 mld CZK, a nakłady inwestycyjne 9 mld CZK. Dług netto spadł w kwartale do 139,5 mld CZK (2,5x EBITDA).
- Zarząd przedstawił **prognozy na rok 2018** – na poziomie EBITDA oczekuje 51-53 mld CZK (przedział wynika z potencjalnej dekonsolidacji sprzedawanych aktywów w Bułgarii, planowanych akwizycji oraz możliwej wygranej w sporze z SZDC), a na zysku netto 12-14 mld CZK. Konsensus oczekuje odpowiednio 54 mld CZK i 14,5 mld CZK, a nasze prognozy to 56,8 mld CZK i 16 mld CZK, co implikuje rewizję naszych szacunków o 5-6% na poziomie EBITDA w stosunku do górnej granicy przedziału.
- Podsumowując, wyniki za 4Q'17 oceniamy neutralnie, natomiast rozczarowuje nas prognoza na 2018, gdyż zakładaliśmy większy pozytywny wpływ rosnących cen energii i obciążenia elektrowni atomowych.**

### Skonsolidowane wyniki kwartalne CEZ według segmentów

| (mIn CZK)        | 2Q'16  | 3Q'16  | 4Q'16  | 1Q'17  | 2Q'17  | 3Q'17  | 4Q'17  | r/r    | 4Q'17P | różnica |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Przychody        | 47 020 | 46 205 | 58 636 | 52 822 | 48 061 | 45 849 | 55 174 | -6%    | 57 128 | -3%     |
| skor. EBITDA     | 13 094 | 11 099 | 14 392 | 18 452 | 11 882 | 9 752  | 12 110 | -16%   | 12 542 | -3%     |
| EBITDA           | 13 094 | 10 684 | 14 392 | 19 152 | 13 341 | 9 752  | 12 910 | -10%   | 12 542 | 3%      |
| wytwarzanie      | 4 724  | 2 639  | 4 591  | 9 536  | 3 197  | 1 610  | 4 719  | 3%     | 2 967  | 59%     |
| OZE              | 922    | 525    | 1 019  | 1 148  | 1 176  | 1 062  | 1 602  | 57%    | 1 062  | 51%     |
| dystrybucja      | 4 725  | 4 653  | 5 726  | 5 133  | 4 913  | 4 513  | 4 479  | -22%   | 5 576  | -20%    |
| obróć            | 1 320  | 854    | 1 428  | 1 239  | 1 493  | 762    | 1 117  | -22%   | 1 028  | 9%      |
| wydobycie        | 766    | 1 229  | 1 173  | 1 339  | 756    | 1 192  | 769    | -34%   | 1 223  | -37%    |
| pozostałe        | 637    | 784    | 455    | 757    | 1 806  | 613    | 224    | -51%   | 685    | -67%    |
| EBIT             | 5 031  | 3 600  | 4 516  | 11 655 | 5 586  | 2 189  | 6 190  | 37%    | 4 980  | 24%     |
| Dział. finansowa | -125   | -2 436 | -3 449 | -994   | 3 185  | -2 147 | -2 911 | -16%   | -1 211 | -       |
| Zysk netto       | 3 753  | 813    | -161   | 8 569  | 7 745  | -206   | 2 657  | -1750% | 3 053  | -13%    |

Źródło: CEZ, Dom Maklerski mBanku

### Skonsolidowane wyniki kwartalne CEZ na tle konsensusu i prognoz Domu Maklerskiego mBanku

| (mIn CZK)        | 4Q'17  | 4Q'16  | r/r  | 4Q'17P | różnica | konsensus (mediana) | różnica |
|------------------|--------|--------|------|--------|---------|---------------------|---------|
| Przychody        | 55 174 | 58 636 | -6%  | 57 128 | -3%     | 55 997              | -1%     |
| skor. EBITDA     | 12 110 | 14 392 | -16% | 12 542 | -3%     | -                   | -       |
| EBITDA           | 12 910 | 14 392 | -10% | 12 542 | 3%      | 11 707              | 10%     |
| EBIT             | 6 190  | 4 516  | 37%  | 4 980  | 24%     | 3 935               | 57%     |
| Dział. finansowa | -2 911 | -3 449 | -    | -1 211 | -       | -                   | -       |
| Zysk netto       | 2 657  | -161   | -    | 3 053  | -13%    | 1 937               | 37%     |

Źródło: CEZ, Dom Maklerski mBanku

## 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

**PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

## Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane 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 od +5% do +15%

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

mBank 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.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. 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 poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, PBKM, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PBKM, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Allor Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopec, Kruk, LC Corp, Lotos, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygntity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack, Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyg, Wirtualna Polska

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

## Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

**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.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 86  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Tomasz Galanciak  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

## Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

## Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)