

poniedziałek, 21 stycznia 2019 | komentarz specjalny

Energetyka – Prognozy wyników kwartalnych za 4Q 2018

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Szacujemy, że wyniki sektora za 4Q'18 zapewnią wykonanie naszych dotychczasowych rocznych prognoz na poziomie skor. EBITDA. W ujęciu r/r zagregowane rezultaty powinny być zbliżone, aczkolwiek pod tym względem gorzej zaprezentują się

Enea i Tauron, a relatywnie dobrze CEZ. Nadal głównym problemem dla branży jest presja na marżę w segmencie obrotu oraz brak realizacji planowanej produkcji w wydobywaniu. Te elementy mogą wpłynąć na negatywną rewizję naszych prognoz na 2019 r.

CEZ Kamil Kliszcz		trzymaj 518,72 CZK			wyniki: 19-03-2019	
(mln CZK)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	54 891	55 174	-1%	184211	-9%	
skor. EBITDA	12 964	12 110	7%	51 694	-1%	
EBITDA	12 964	12 910	0%	51 694	-6%	
EBIT	5 979	6 190	-3%	22 704	-11%	
Dział. finansowa	-1 668	-2 911	-	-6 826	-	
Zysk netto	3 492	2 657	31%	12 486	-33%	

Enea Kamil Kliszcz		kupuj 15,58 PLN				
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	3 253	3 008	8%	12 637	11%	
skor. EBITDA	503	606	-17%	2 443	-8%	
EBITDA	503	736	-32%	2 477	-8%	
EBIT	88	418	-79%	1 008	-32%	
Dział. finansowa	-70	13	-	-226	-	
Zysk netto	33	285	-88%	617	-42%	

Energia Kamil Kliszcz		kupuj 13,54 PLN				
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	2 742	2 817	-3%	10 343	-2%	
skor. EBITDA	479	472	2%	2 066	-1%	
EBITDA	479	517	-7%	2 066	-4%	
EBIT	383	384	0%	1 371	13%	
Dział. finansowa	-52	-76	-	-201	-3%	
Zysk netto	268	221	21%	946	22%	

PGE Kamil Kliszcz		kupuj 14,82 PLN			wyniki: 12-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	5 744	6 407	-10%	24 706	7%	
skor. EBITDA	1 538	1 594	-4%	6 778	5%	
EBITDA	1 338	1 544	-13%	6 479	-15%	
EBIT	399	-195	-	2 762	-24%	
Dział. finansowa	-69	-139	-	-273	-17%	
Zysk netto	237	-300	-	1 934	-27%	

Tauron Kamil Kliszcz		kupuj 3,06 PLN				
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	4 927	4 545	8%	18 605	7%	
skor. EBITDA	633	775	-18%	3 297	-2%	
EBITDA	633	667	-5%	3 605	2%	
EBIT	206	227	-9%	1 511	-16%	
Dział. finansowa	-60	49	-	-277	-	
Zysk netto	118	188	-37%	971	-30%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W wytwarzaniu EBITDA 5,9 mld CZK vs. 6,3 mld CZK przed rokiem i 4,2 mld CZK w 2Q'18. Poprawa r/r to efekt cen, wolumenów w atomie i rozliczeń na hedgingu z 1H'18. Raportowana baza odniesienia zawyżona przez rewaluację zielonych certyfikatów w Rumunii.
- W dystrybucji EBITDA zbliżona r/r (4,5 mld CZK), a w obrocie spadek o 10% z uwagi na ceny spotowe. W wydobywaniu poprawa o 0,2 mld CZK (wolumeny sprzedaży).
- Przestój awaryjny bloku 500 MW i gorsza dyspozycyjność jednostki 1000 MW (dane Remit) negatywnie wpłyną na wynik wytwarzania q/q (EBITDA 210 mln PLN).
- W dystrybucji oczekujemy większej koncentracji opex i pogorszenia EBITDA zarówno q/q jak i r/r (-16% i -11%).
- W obrocie zakładamy stratę -25 mln PLN vs. +9 mln PLN w 3Q'18 (baza zawyżona przez przeszacowania CO₂).
- W kopalni zgodnie z dzisiejszym komunikatem Spółki EBITDA tylko 65 mln PLN z uwagi na opex i roboty przygot.
- W wytwarzaniu EBITDA -10% r/r (118 mln PLN) z uwagi na gorszy wynik w EI. Ostrołęka kompensowany wyższymi wynikami OZE (wyższe ceny przy niższych wolumenach). EBIT będzie wzmocniony odwróceniem odpisów na 145 mln
- W dystrybucji spadek EBITDA o 4% do 366 mln PLN ze względu na bazę odniesienia zawyżoną przez odwrócenie odpisów na należności.
- W obrocie oczekujemy lekko dodatniego wyniku (+3 mln PLN) z uwagi na efekt sprzedaży rezerwowej.
- W wytwarzaniu koszty CO₂ (metoda FIFO) zneutralizuje wyższe wolumeny w w. brunatnym i pełną konsolidację EDF (skor. EBITDA 0,68 mld PLN, tj. -6% r/r) - w raportowanych wynikach uwzględniamy koszty rezerwy rekultywacyjnej -0,2 mld PLN (spadek rentowności 10Y).
- W OZE wzrost r/r na cenach energii i certyfikatów przy spadku wolumenów (0,16 mld PLN EBITDA vs. 0,13 mld PLN). W dystrybucji EBITDA +5% r/r podobnie jak w 9M'18. Obrót pod presją kosztów OZE (-25% r/r).
- W wydobywaniu sezonowy wzrost kosztów, przy nieznacznym wzroście wolumenów – strata EBITDA -72 mln PLN.
- W wytwarzaniu poprawa EBITDA +27 mln PLN do 105 mln PLN z uwagi na konsolidację zysków Tamehu i OZE.
- EBITDA dystrybucji 0,53 mld PLN vs. 0,49 mld PLN rok wcześniej (76 mln PLN rezerw w 4Q'17).
- W obrocie dalsza presja na marżę z uwagi na koszty zielonych certyfikatów (EBITDA 95 mln PLN vs. 150 mln PLN rok wcześniej i 125 mln PLN w 3Q'18).

Zaskoczenia na wynikach vs. oczekiwania rynkowe

vs. konsensus	2016			2017			2018			+/=			
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Energetyka	=	+	-	=	+	=	=	=	+	=	-	+	83%
CEZ	=	+	+	+	+	=	+	=	=	=	-	=	92%
Enea	=	+	-	=	=	=	=	-	=	=	-	=	75%
Energia	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=	=	=	83%
PGE	=	=	+	-	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
Tauron	=	=	+	=	+	=	=	=	=	=	+	+	100%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Zaskoczenia na wynikach vs. r/r

vs. r/r	2016			2017			2018			**	+/=		
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	4Q	+/=		
Energetyka	-	=	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	17%
CEZ	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	83%
Enea	=	=	=	=	=	-	+	+	-	+	+	-	75%
Energia	+	-	-	-	-	+	+	=	-	+	+	-	58%
PGE	=	-	-	-	+	+	+	=	-	-	-	-	50%
Tauron	=	-	-	-	+	+	+	=	-	-	-	-	50%

Źródło: 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 dzieleny 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

PRZEWAŻENIE (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:

KUPIJ – 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 stanowić 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoaparatura, 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, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Opono.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, 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, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Cognor Holding, PBKM.

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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 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
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl