

wtorek, 14 maja 2019 | komentarz specjalny

## CEZ – Wyniki za 1Q 2019

Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 565,50 CZK | cena bieżąca: 527,00 CZK

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

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

- **Raportowana EBITDA** okazała się zbliżona do naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu (odpowiednio -3% i -1%) i Spółka nie informuje o istotnych zdarzeniach jednorazowych w tym kwartale. EBIT był obciążony odpisami na 0,5 mld CZK, głównie w obszarze dystrybucji (Rumunia i Bułgaria), co spowodowało odchylenia od prognoz na tej linii.
- **Generacja konwencjonalna:** EBITDA 10 mld CZK vs zakładane 9,9 mld CZK. Wolumen wytwarzania był wyższy r/r o 6%, ale pokrywa się to z naszą prognozą. Poprawa wyników r/r to pochodna zrealizowanych wyższych cen.
- **OZE:** EBITDA 1,2 mld CZK vs prognozowane 1,0 mld PLN, zaskoczenie głównie na wolumenach w związku ze sprzyjającymi warunkami pogodowymi.
- **Dystrybucja:** EBITDA 5,4 mld CZK vs 5,5 mld CZK w prognozie i 5,4 mld CZK przed rokiem. Nieco lepsze wyniki w Czechach zostały zneutralizowane ubytkiem marży w Rumunii i Bułgarii (koszt strat sieciowych).
- **Sprzedaż:** EBITDA 0,7 mld CZK vs oczekiwane 1,4 mld CZK, głównie z uwagi na pogorszenie wyniku w Czechach (-0,4 mld CZK r/r) w związku z niższą marżą na tradingu energii i gazu.
- **Wydobycie:** EBITDA 1,5 mld CZK vs 1,4 mld CZK prognozy, różnica z uwagi na nieco wyższe przychody ze sprzedaży energii do elektrowni z Grupy.
- **Segment pozostałe:** 0,47 mld CZK vs 0,77 mld CZK w prognozie, ale tutaj odchylenia to efekt zmiany zasad księgowości segmentowej (przesunięcie części usług wsparcia do segmentów).
- **Saldo na działalności finansowej** nieznacznie powyżej oczekiwań z uwagi na jednorazowe zdarzenia księgowe.
- **Przepływy z operacji** wyniosły 19,7 mld CZK vs 17,2 mld CZK rok wcześniej (zgodnie z zapowiedziami Zarządu odwróciły się negatywne efekty z 4Q'18), co przy nakładach inwestycyjnych 7 mld CZK, wpływach ze sprzedaży aktywów na poziomie 0,9 mld CZK i efekcie wprowadzenia MSSF 16 (5 mld CZK) wpłynęło na spadek zadłużenia netto o 5,8 mld CZK do 147,9 mld CZK (2,9x EBITDA).
- **Prognozy Zarządu na rok 2019** zostały utrzymane w przedziale EBITDA na poziomie 57-59 mld CZK (nasza prognoza 58,3 mld CZK, a konsensus 58,5 mld CZK), a na zysku netto 13-14 mld CZK z 17-19 mld CZK (nasza prognoza 17,8 mld CZK, a konsensus 18 mld CZK).
- **Propozycja dywidendy:** Zarząd zaproponował DPS na poziomie 24 CZK/akcję vs nasze oczekiwania 21,9 CZK i konsensus 25 CZK/akcję.
- **Podsumowując, wyniki za 1Q'19 nie przynoszą zaskoczeń, a zaproponowana dywidenda jest bliska konsensusu. Wykonanie rocznych prognoz na EBITDA na poziomie 33% odbiega nieco od analogicznych wskaźników dla lat poprzednich (35%), ale na ten moment nie widzimy większych ryzyk dla tych założeń.**

### Skonsolidowane wyniki kwartalne CEZ według segmentów

(mIn CZK)	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	r/r	1Q'19P	różnica	2019P	% YTD
Przychody	46 353	40 897	43 021	55 166	51 849	12%	52 590	-1%	198 653	26%
skor. EBITDA	17 513	9 402	11 785	11 434	19 271	10%	19 909	-3%	58 284	33%
EBITDA	17 513	9 402	11 785	10 934	19 271	10%	19 909	-3%	58 284	33%
wytwarzanie	7 946	1 577	3 294	3 757	10 013	26%	9 886	1%	23 816	42%
OZE	1 011	1 055	860	235	1 168	16%	1 000	17%	3 935	30%
dystrybucja	5 446	4 613	4 725	5 049	5 378	-1%	5 467	-2%	19 899	27%
obróć	1 259	872	1 276	912	704	-44%	1 358	-48%	4 665	15%
wydobycie	1 461	779	1 001	721	1 539	5%	1 431	8%	3 987	39%
pozostałe	390	506	629	260	469	20%	766	-39%	1 983	-
EBIT	10 399	2 278	4 048	3 034	11 793	13%	12 587	-6%	29 257	40%
Dział. finansowa	-1 496	-1 858	-1 804	-1 084	-1 585	6%	-1 726	-8%	-7 096	22%
Zysk netto	7 121	388	1 485	1 333	8 198	15%	8 797	-7%	17 766	46%

Źródło: CEZ, Dom Maklerski mBanku

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

(mIn CZK)	1Q'19	1Q'18	r/r	1Q'19P	różnica	konsensus	różnica
Przychody	51 849	46 353	12%	52 590	-1%	52 800	-2%
skor. EBITDA	19 271	17 513	10%	19 909	-3%	19 400	-1%
EBITDA	19 271	17 513	10%	19 909	-3%	19 400	-1%
EBIT	11 793	10 399	13%	12 587	-6%	12 400	-5%
Dział. finansowa	-1 585	-1 496	-	-1 726	-	-	-
Zysk netto	8 198	7 121	15%	8 797	-7%	8 500	-4%

Źródło: CEZ, Bloomberg, 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 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.

Investowanie 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: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGZ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplup, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, TIM, Trakcja, Unibep, Uniwhheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Orbis, Polenergia, Prime Car Management.

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\\_rynnek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/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 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 Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

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

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniatowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

**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)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[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)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

**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)