

**Energetyka**

Polska

Kamil Kliszczyk

(48 22) 697 47 06

kamil.klisczyk@dibre.com.pl

Tauron

TPE.PW; TPE.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

Bardzo dobre wyniki za 2Q'2011**Obecna cena: 5,4 PLN; Cena docelowa: 9,09 PLN**

Opublikowane wyniki Tauronu za 2Q okazały się być lepsze od naszych oczekiwań i pozwalają z optymizmem patrzeć na drugą połowę roku, gdyż większość z pozytywnych tendencji ma naszym zdaniem trwały charakter (poprawa bazy kosztowej w dystrybucji, powrót do normalnej produkcji w kopalniach). Dodatkowo bardzo wysokie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej przy niższych nakładach inwestycyjnych poprawiają strukturę bilansu, co jeszcze zwiększa atrakcyjność inwestycyjną Spółki. Zwracamy uwagę, że te relacje w kolejnych latach również mogą być korzystne nie tylko ze względu na opóźnienia w realizacji dużych inwestycji, ale również niższe jednostkowe koszty na co wskazywał ostatni przetarg w Elektrowni Opolo. Obecnie Tauron jest w naszej opinii najciekawszą spółką z sektora wycenianą z dużym dyskontem do konkurencji i dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj. Wskaźniki P/E i EV/ EBITDA dla wyników 2011 roku wynoszą odpowiednio 7,6 i 3,2, co plasuje się 21% i 40% poniżej średniej sektorowej. Zwracamy uwagę, że nasze prognozy zysku na ten rok po pierwszym półroczu zostały już wykonane w 57%.

Wyniki Tauronu vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	IIQ 2011	IIQ 2010	zmiana	IIQ 2011P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	1H'2011	1H'2010	zmiana
Przychody	5 032,1	3 466,0	37,5%	4 809,6	4,6%	4 765,6	5,6%	10 331,1	7 260,3	42,3%
EBITDA	775,3	648,6	19,5%	733,8	5,7%	754,4	2,8%	1 635,9	1 471,3	11,2%
marża EBITDA	16,3%	18,7%	-	15,3%	-	-	-	19,3%	17,9%	-
EBIT	427,1	306,7	39,2%	385,8	10,7%	400	6,8%	938,1	782,8	19,8%
Zysk brutto	428,1	271,7	57,6%	361,9	18,3%	-	-	914,9	721,5	26,8%
Zysk netto	321,6	190,0	69,3%	283,1	13,6%	296	8,5%	704,0	481,8	46,1%

Źródło: Tauron, PAP, szacunki DI BRE

Wyniki Tauronu za 2Q'2011 okazały się wyższe od naszych prognoz i rynkowego konsensusu praktycznie na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat. Główne powody tego odchylenia to znacznie lepsze wyniki w segmencie dystrybucji (170 mln PLN vs. zakładane 152 mln PLN) oraz w segmencie obrotu (48 mln PLN vs. 20 mln PLN). W pierwszym przypadku przy nieco niższych niż zakładaliśmy wolumenach wyższy EBIT to efekt znacznego obniżenia bazy kosztowej (-25 mln PLN r/r), co udowodnia iż prowadzona przez Zarząd restrukturyzacja Grupy przynosi realne korzyści (w całym półroczu skonsolidowane koszty sprzedaży i ogólnego zarządu spadły r/r o 42 mln PLN). Z kolei w segmencie obrotu do lepszych rezultatów przyczynił się bardzo wysoki wolumen sprzedaży (+12% r/r) osiągnięty zarówno zwiększeniem popytu na rynku jak i pozyskaniem nowych klientów. W segmencie wydobywczym zgodnie z oczekiwaniami wyniki były bardzo dobre (49 mln PLN vs. zakładane 41 mln PLN i -4 mln PLN w 1Q'2011), gdyż tak jak Zarząd wcześniej zapowiadał udało się uporać z problemami geologicznymi w kopalni i wrócić do optymalnego poziomu wydobywania (1,4 mln ton vs. 1,2 mln ton w 1Q i 0,9 mln ton w 2Q'2010). Wyniki wytwarzania były zgodne z naszymi szacunkami (167 mln PLN vs. 170 mln PLN) przy znacznie niższych rekompensatach KDT na poziomie 95,3 mln PLN vs. oczekiwane 125 mln PLN. Oznacza to, że przy zysku liczony bez KDT wzrósł r/r z 29,5 mln PLN do 72 mln PLN (efekt wyższych wolumenów i cen). Warto zwrócić uwagę, że segment sprzedał więcej energii niż sam wyprodukował. Słabiej w ujęciu r/r wypadł obszar OZE (21,8 mln PLN vs. 28,6 mln PLN i 25 mln PLN naszej prognozy), a różnica w relacji do 2010 roku byłaby jeszcze większa gdyby nie fakt zmiany księgowania zysków z części zielonych certyfikatów (w 2010 roku były one rozpoznawane w segmencie obrotu i teraz bazę odniesienia z 2Q'2010 trzeba skorygować w górę o 19 mln PLN). Wynika to oczywiście ze znacznie niższych wolumenów produkcji w elektrowniach wodnych, które rok temu funkcjonowały w warunkach powodziowych. Na poziomie działalności finansowej saldo było neutralne (zakładaliśmy -24 mln PLN na poziomie z 1Q) więc ostatecznie pozytywne odchylenie na poziomie zysku netto jest wyższe niż na poziomie EBIT. Na uwagę zasługuje ponadto fakt wysokich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (+1 mld PLN przy neutralnym saldzie na kapitale obrotowym) i powrót do pozycji gotówkowej netto (134 mln PLN). Nakłady inwestycyjne w 1H'2011 wyniosły 0,9 mld PLN, co oznacza że nasze roczne prognozy w tym zakresie (2,7 mld PLN) mogą być zbyt wysokie i pozycja gotówkowa Spółki będzie znacznie korzystniejsza niż do tej pory zakładaliśmy.

Wyniki Tauronu według segmentów

(mln PLN)	I kw. 09	II kw. 09	III kw. 09	IV kw. 09	I kw. 10	II kw. 10	III kw. 10	IV kw. 10	I kw. 11	II kw. 11
Przychody	3 549,5	3 229,8	3 251,8	3 602,5	3 794,3	3 466,0	3 690,6	4 478,0	5 299,1	5 032,1
EBIT	334,7	377,1	354,8	193,2	476,0	306,7	345,2	271,3	511,0	427,1
wydobycie	44,7	68,5	28,5	5,4	43,0	-38,2	2,9	-1,9	-4,4	49,2
wytworzenie	175,0	177,1	149,9	175,2	184,9	176,3	165,7	129,3	209,5	167,7
w tym rekompensaty KDT	29,7	152,3	157,2	144,8	73,6	146,8	129,0	88,0	73,5	95,3
wytworzenie bez KDT	145,3	24,8	-7,3	30,4	111,3	29,5	36,7	41,3	136,0	72,4
energetyka odnawialna	17,1	19,5	9,2	9,4	13,9	28,6	23,0	23,8	34,1	21,8
dystrybucja	-18,4	28,2	83,1	1,7	117,0	110,5	138,3	143,5	167,4	170,2
sprzedaż energii	112,9	106,6	87,3	-4,9	99,9	12,2	19,6	-43,6	92,4	48,4
pozostała działalność	14,7	-15,7	-6,2	13,9	26,3	-8,7	-2,7	20,6	27,0	-5,1
pozycje nieprzypisane	-11,2	-7,0	3,0	-7,3	-8,9	25,9	-1,6	-0,5	-15,0	-25,0
EBITDA	659	702	698	522	823	649	686	601	861	775
Wolumen produkcji energii w GWh	4,7	4,2	4,5	5,3	5,3	4,9	5,3	5,8	5,9	5,3
Wolumen dystrybucji energii GWh	9,4	8,6	8,8	9,6	9,6	9,2	9,2	9,5	10,0	9,4
Wydobycie węgla	1,1	1,4	1,0	1,4	1,4	0,9	1,2	1,1	1,2	1,4

Źródło: Tauron, szacunki DI BRE

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 5%-15%

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

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

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.