

wtorek, 12 listopada 2019 | komentarz specjalny

CEZ – Wyniki za 3Q 2019

Rekomendacja: akumuluj | cena docelowa: 597,8 CZK | cena bieżąca: CZK 522,0 CZK

CEZ PW; CEZ.WA | Sektor energetyczny, Czechy

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

- **Raportowana EBITDA** okazała się 14% niższa od rynkowego konsensusu i 13% niższa od naszych oczekiwań. Zgodnie z wcześniejszym komunikatem Spółka zaksięgowała negatywny wpływ sporu z SZDC na -1,3 mld CZK. Zwracamy jednocześnie uwagę, że CEZ skorygował politykę księgowania hedgingu w wytwarzaniu, co wpłynęło na korektę EBITDA za 1H'19 o +2,7 mld CZK. Ten efekt praktycznie w pełni tłumaczy negatywne zaskoczenie. Zwracamy uwagę, że po 9M'19 EBITDA wynosi 44,7 mld CZK vs zakładane przez nas 43,4 mld CZK (+3%).
- **Generacja konwencjonalna:** EBITDA tylko 2,55 mld CZK vs zakładane 3,8 mld CZK, ale wynika to z efektu zmiany polityki księgowej opisanej powyżej. Wolumen wytwarzania był niższy r/r o 2%, ale pokrywa się to z naszą prognozą. Pogorszenie wyników r/r, oprócz zmian w księgowaniu zabezpieczeń, to pochodna zawyżonej bazy odniesienia 2H'18 (wówczas część wyniku na hedgingu była przesunięta na drugie półrocze).
- **OZE:** EBITDA 0,9 mld CZK vs prognozowane 1,1 mld PLN, mimo nieco wyższej niż zakładaliśmy produkcji energii. Spółka wspomina w raporcie o jakis rezerwach na spory sądowe na -0,1 mld CZK, ale bez szczegółów.
- **Dystrybucja:** EBITDA 4,9 mld CZK vs 4,96 mld CZK w prognozie i 4,7 mld CZK przed rokiem.
- **Sprzedaż:** EBITDA -46 mln CZK vs oczekiwane 26 mln CZK, ale przypominamy o one-offie na -1,3 mld CZK.
- **Wydobycie:** EBITDA 1,26 mld CZK vs 1,0 mld CZK prognozy z uwagi na nieco wyższe przychody ze sprzedaży węgla do elektrowni z Grupy.
- **Saldo na działalności finansowej** nieznacznie poniżej oczekiwań z uwagi na większy ujemny wynik w kategorii pozostałe i odpisach na aktywa finansowe (-0,2 mld CZK).
- **Przepływy z operacji** wyniosły 12,6 mld CZK vs 15,4 mld CZK rok wcześniej, co przy nakładach inwestycyjnych 7,8 mld CZK (po 9M wykonanie naszej prognozy 64%) i wypłaconej dywidendzie wpłynęło na wzrost zadłużenia netto do 156 mld CZK (2,8x EBITDA vs oczekiwane przez nas na koniec roku 2,6x).
- **Prognozy Zarządu na rok 2019** zostały zawężone do 58 mld CZK EBITDA (wcześniej przedział 57-59 mld CZK)-nasza prognoza 58,6 mld CZK, a konsensus 58,2 mld CZK). Zysku netto zawężony do 17-18 mld CZK wobec wcześniej podawanego przedziału 17-19 mld CZK (nasza prognoza i konsensus na 18,0 mld CZK).
- **Dezinwestycje:** w Rumunii proces rozpoczęty we wrześniu (30-tu wstępnie zainteresowanych), oferty wiążące w Q2'20 a finalizacja w H1'2021. W Polsce proces powinien się rozpocząć w H1'20, a finalizacji oczekują w 2021. W Bułgarii analizują kroki prawne po zablokowaniu sprzedaży przez tamtejszy UOKiK.
- **Podsumowując, wyniki za 3Q'19, choć poniżej oczekiwań, to powinny być odebrane przez rynek neutralnie, z uwagi na wspomniane korekty 1H'19 i komfortowe wykonanie EBITDA po 9M na poziomie 76%.**

Skonsolidowane wyniki kwartalne CEZ według segmentów

(mIn CZK)	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	r/r	Q3 19P	różnica	2019P	% YTD
Przychody	46 353	40 897	43 021	54 215	51 849	48 179	48 027	12%	48 172	0%	205 365	72%
skor. EBITDA	17 513	9 402	11 815	11 434	21 279	13 603	11 185	-5%	12 637	-11%	58 629	79%
EBITDA	17 513	9 402	11 815	10 934	21 279	13 603	9 885	-16%	11 337	-13%	58 629	76%
wytwarzanie	7 946	1 603	3 294	3 757	12 021	4 835	2 552	-23%	3 839	-34%	24 216	80%
OZE	1 011	1 141	860	235	1 168	1 105	888	3%	1 105	-20%	3 935	80%
dystrybucja	5 446	4 527	4 725	5 049	5 378	5 020	4 903	4%	4 961	-1%	19 899	77%
obróć	1 259	870	1 276	912	704	1 229	-46	-	26	-277%	4 665	40%
wydobywanie	1 461	568	1 001	721	1 539	986	1 264	26%	1 028	23%	3 931	96%
pozostałe	390	693	659	260	469	428	324	-51%	377	-14%	1 983	-
EBIT	10 399	2 278	4 048	3 034	11 793	5 309	2 246	-45%	3 982	-44%	29 601	65%
Dz. finansowa	-1 496	-1 858	-1 804	-1 084	-1 585	-1 880	-1 894	5%	-1 499	26%	-7 104	75%
Zysk netto	7 121	388	1 485	1 333	9 824	3 536	88	-94%	2 011	-96%	18 036	75%

Źródło: CEZ, Dom Maklerski mBanku

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

(mIn CZK)	Q3 19	Q3 18	r/r	Q3 19 P	różnica	konsensus rynkowy	różnica
Przychody	48 027	43 021	12%	48 172	0%	49 200	-2%
skor. EBITDA	11 185	11 815	-5%	12 637	-11%	12 800	-13%
EBITDA	9 885	11 815	-16%	11 337	-13%	11 500	-14%
EBIT	2 246	4 048	-45%	3 982	-44%	4 400	-49%
Dział. finansowa	-1 894	-1 804	-	-1 499	-	-	-
Zysk netto	88	1 485	-	2 011	-96%	2 200	-96%

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

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 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 postępującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projrzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Polenergia, Prime Car Management, Primetech.

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

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
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

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

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

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@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