

czwartek, 20 lutego 2020 | aktualizacja raportu

CEZ: kupuj (podtrzymana)

CEZ CP; CEZP.PR | Energetyka, Czechy

Czas domknąć lukę do grupy porównawczej

Od początku 2019 r. europejskie spółki użyteczności publicznej wzrosły już ponad 50%, podczas gdy całkowity zwrot z akcji CEZ w tym okresie oscyluje wokół zera. W tym samym czasie sektorowy wskaźnik EV/EBITDA 12M FWD wzrósł z 7,2x do 8,7x, co implikuje już 20% dyskonto w waluacji czeskiego koncernu. Oczywiście Spółka ma swoje słabe strony w kontekście kryteriów ESG, ale warto zwrócić uwagę, że emisyjność floty wciąż jest znacznie niższa od średniej (dodatnia korelacja rentowności z CO₂), temat dekarbonizacji aktywów został zaadresowany, a udział bezpiecznych/czystych biznesów w EBITDA przekracza 50%. Dodatkowo oferowana stopa dywidendy znacznie przewyższa średnią dla indeksu Stoxx Utilities oraz stopę wolną od ryzyka i nie widzimy w średnim terminie zagrożeń dla utrzymania polityki w tym zakresie. Wsparciem dla sentymentu może być też intensyfikacja rozwoju OZE, zasilana środkami z funduszu modernizacyjnego. W tym kontekście **podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj, korygując nieznacznie cenę docelową do 592,91 CZK (obniżona ścieżka cen energii i surowców vs wzrost wyceny porównawczej).**

Mocne wyniki na horyzoncie

W tym roku CEZ powinien kontynuować wzrost EBITDA za sprawą wyższych zabezpieczonych cen energii oraz zwiększonych wolumenów w generacji. W 2021 roku ten trend zostanie zaburzony przez oczekiwany spadek WACC w dystrybucji, wyłączenie mocy węglowych oraz niższy CDS (rosnące koszty CO₂). Częściowo będzie to kompensowane przez zapowiadany rozwój obszaru ESCO, który wg naszych założeń w 2025 roku może dokładać już nawet 3,6 mld CZK na linii EBITDA. Dodatkowym katalizatorem, którego nie uwzględniamy w modelu mogą być wyższa produkcja w el. atomowych i rozbudowa floty PV, a także zapowiadane inicjatywy efektywnościowe.

Perspektywy dla dywidendy niezagrożone

W najbliższych 5 latach zakładamy średnie nakłady inwestycyjne na poziomie 34 mld CZK rocznie (od 2022 roku 15% powyżej oficjalnego planu Zarządu). W zestawieniu z mocnymi wynikami na linii EBITDA, taki scenariusz wciąż implikuje średni FCF/EV yield na poziomie 5%. Oznacza to, że w średnim terminie Spółka utrzyma bilansową zdolność do realizacji szczodrej polityki dywidendowej. Średnioroczny Dyield w latach 2020-22 powinien być bliski 6%, bez przekraczania 2,6x DN/EBITDA. Pasuje się to 3 punkty procentowe powyżej sektorowej średniej i o ponad 5 punktów procentowych powyżej rentowności 10Y czeskich obligacji rządowych.

Profil biznesowy nie zasługuje na dyskonto

Głównymi „zarzutami” rynkowym wobec CEZ są wciąż duży udział węgla, mała ekspozycja na OZE i projekt atomowy. Tymczasem zwracamy uwagę, że Spółka zaadresowała już temat dekarbonizacji floty (do 2030 roku spadek generacji węglowej z 41% poniżej 30%, przy zamknięciu połowy mocy), dystrybucja i obrót generują ponad 40% EBITDA, a obszar OZE może zyskać drugie życie na fali środków funduszu modernizacyjnego. Dodatkowo rentowność koncernu jest dodatnio skorelowana z notowaniami CO₂.

(mIn CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	205 092	184 486	205 752	229 058	231 603
EBITDA	55 155	49 664	57 287	63 680	58 827
marża EBITDA	26,9%	26,9%	27,8%	27,8%	25,4%
EBIT	25 620	19 759	27 101	33 219	28 660
Zysk netto	18 765	10 327	16 099	20 812	16 197
P/E	14,4	26,2	16,8	13,0	16,7
P/CE	5,6	6,7	5,8	5,3	5,8
P/BV	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	7,6	8,6	7,5	6,6	7,2
DPS	33,0	32,7	24,0	28,8	34,8
DYield	6,5%	6,5%	4,8%	5,7%	6,9%

Cena bieżąca	503,00 CZK
Cena docelowa	592,91 CZK
Kapitalizacja	270,6 mld CZK
Free float	81,8 mld CZK
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	204,21 mln CZK

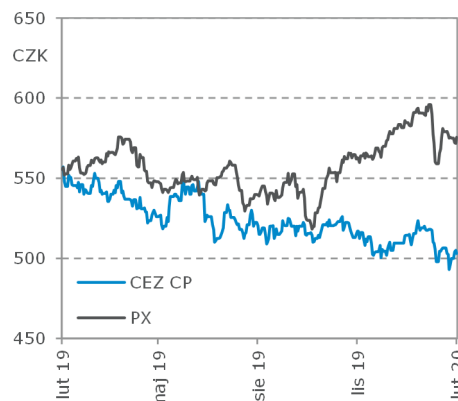
Struktura akcjonariatu

Republika Czeska	69,78%
Pozostali akcjonariusze	30,22%

Profil spółki

CEZ jest największym producentem energii w Czechach (58,8 TWh i 67% rynku) i największym jej dystrybutorem (65% rynku) i sprzedawcą (28% rynku). Posiada także aktywa produkcyjne w Polsce oraz prowadzi działalność dystrybucyjną w Bułgarii (28% rynku) i Rumunii (12% rynku), gdzie uruchomiła również 2 duże farmy wiatrowe. Poprzez akwizycję Spółka zbudowała ekspozycję na rynek turecki (3% udział w dystrybucji energii). W ostatnim czasie CEZ rozwija także swoją obecność w Europie Zachodniej w obszarze OZE (projekty wiatrowe w Niemczech i Francji).

Kurs akcji CEZ CP na tle PX



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CEZ	592,91	597,80	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CEZ	503,00	592,91	+17,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA	-2,3%	+1,7%	-7,3%
Zysk netto	-10,7%	+0,2%	-21,4%
Energia (EUR/MWh)	+0,4%	-14,7%	-13,2%
EUR/CZK	-0,0%	-1,8%	-1,8%
CO ₂ (EUR/t)	+5,0%	+0,0%	+0,0%

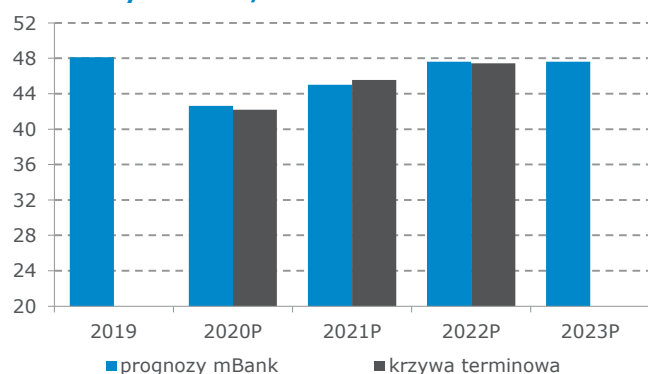
Analitik:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl

Prognozy na lata 2020-25

Uwzględniając nasze obniżone prognozy cen gazu (patrz ostatni raport dotyczący PGNiG <https://tinyurl.com/w5ubnpg>) i węgla, **korygujemy** również nasze założenia dotyczące benchmarkowej **ceny energii** z rynku niemieckiego, **średnio o -11% dla lat 2021/23 i -7% w długim terminie**. Nasze zaktualizowane prognozy plasują się blisko krzywej terminowej. Nie zmieniamy założeń dla notowań uprawnień emisyjnych, tak więc w tym nowym scenariuszu modelowy CDS dla węgla brunatnego spada w okresie 2021-23 o 24%, a w długim terminie o 16%. Oczywiście wpływ na prognozy wyników CEZ jest wypłaszczony z uwagi na politykę zabezpieczeń.

Prognozy cen energii EEX 1Y na tle notowań terminowych w EUR/MWh

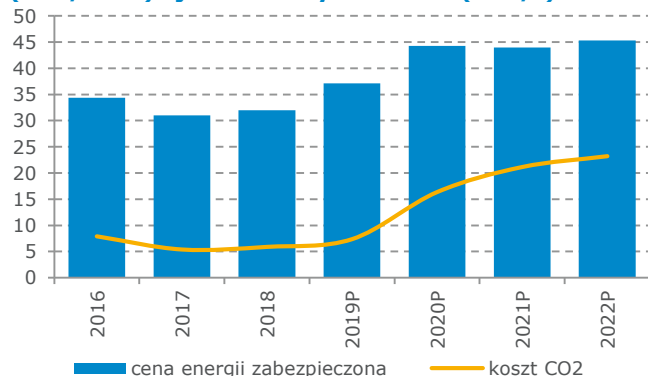


Źródło: mBank, Bloomberg

Wytwarzanie konwencjonalne

Szacujemy, że EBITDA w segmencie wytwarzania sięgnęła w ubiegłym roku 23,5 mld CZK, co oznacza wzrost o 6,9 mld CZK. Głównym motorem poprawy r/r był **wzrost CDS, napędzany wyższymi zrealizowanymi cenami sprzedaży** (+5 EUR/MWh), tylko częściowo neutralizowanymi wyższymi kosztami CO₂ (transakcje zabezpieczające plus niski wskaźnik emisji dla floty wytwórczej). Nie bez znaczenia był także **wzrost wolumenów**, przede wszystkim w elektrowniach atomowych (+0,5 TWh) i CCGT Pocerady (+1,8 TWh dzięki rekordowym marżom przy wyjątkowo tanim gazie). Gdyby nie wyższe koszty operacyjne oraz gorsze wyniki w polskich elektrociepłowniach, EBITDA segmentu byłaby jeszcze o 0,7 mld CZK wyższa.

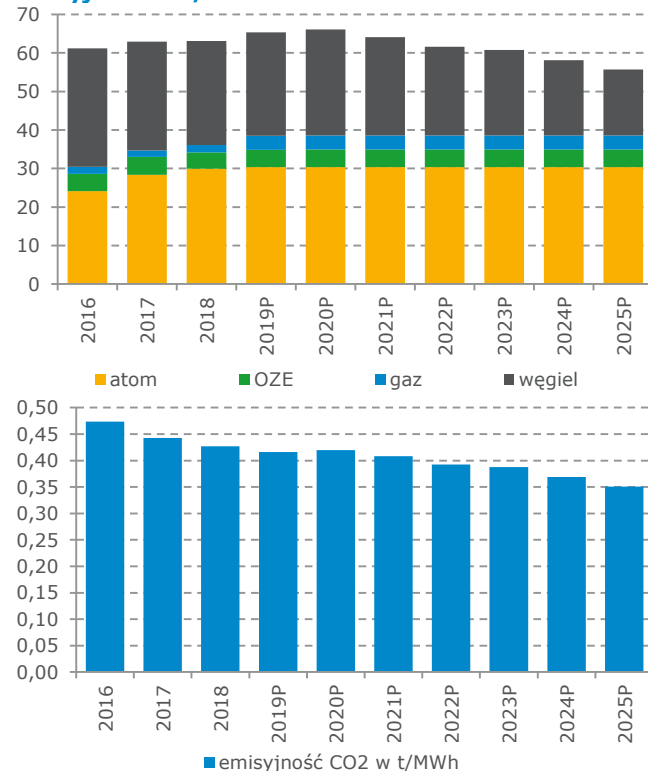
Średnia realizowana cena sprzedaży energii (EUR/MWh) i jednostkowy koszt CO₂ (EUR/t)



Źródło: CEZ, mBank

Jeśli chodzi o **kolejne lata** to z jednej strony spodziewamy się **wyższych cen energii** (średnio 44,5 EUR/MWh w okresie 2020-22 vs 37,1 EUR/MWh zrealizowane w 2019), ale jednocześnie **przyspieszyć powinna dynamika jednostkowego kosztu CO₂** (w 2019 koszt uprawnień zabezpieczony był na poziomie 7,4 EUR/t, podczas gdy w 2020 roku wzrośnie do 16,4 EUR/t, w 2021 do 21 EUR/t, a w 2022 do 23 EUR/t). Oczywiście są to założenia oparte na przedstawionych wcześniej założeniach makro i aktualnie raportowanej strukturze hedgingu Spółki. Na te jednostkowe marże należy nałożyć jeszcze plany produkcyjne. Oczekujemy, że **w 2020 roku wzrośnie nieco wolumen na węglu brunatnym** (dyspozycyjność), ale już **w roku kolejnym rozpocznie się w tej kategorii tendencja spadkowa** związana z zasygnalizowaną ścieżką wyłączenia starych bloków (choć ten ubytek wolumenu powinien w pierwszych latach mieć ograniczony wpływ na EBITDA z uwagi na niską rentowność tych jednostek). Uwzględniając te czynniki prognozujemy, że **EBITDA w 2020 wzrośnie do 27 mld CZK**, by następnie spaść do 23,6 mld CZK w 2021 i 22,1 mld CZK w 2022 roku.

Produkcja energii w CEZ w TWh wg źródeł i średnia emisyjność w t/MWh



Źródło: CEZ, mBank

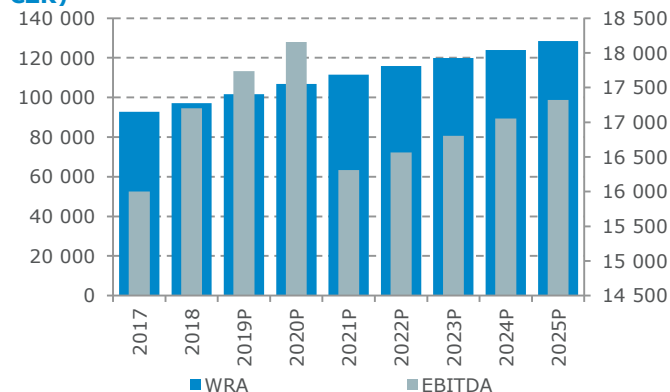
Zwracamy uwagę, że w naszym modelu **nie zakładamy wzrostu produkcji w blokach jądrowych**, utrzymując ją na poziomie 30,4 TWh. W kontekście deklaracji Zarządu o potencjale zwiększenia obciążenia tych jednostek nawet do 31,5 TWh średniorocznie, są to założenia konserwatywne (potencjał pozytywnego odchylenia na EBITDA to ~1 mld CZK). Dalsze zwiększanie produkcji z atomu może być ważne również w kontekście nasilających się tendencji ESG i „dyskryminacji” na rynku kapitałowym spółek o profilu węglowym. Przypominamy, że CEZ ogłosił swój **plan dekarbonizacji floty** wytwórczej, zakładający obniżenie mocy wytwórczych na węglu z obecnych 6,8 GW do 3,9 GW w 2025 roku i 2,5 GW w 2035. W horyzoncie naszej prognozy do roku 2028 oznaczać to będzie **spadek udziału generacji węglowej z obecnych 41% do 30%**.

Ważnym akcentem w tym kontekście może być potencjał rozwoju mocy PV w Czechach w oparciu o środki z funduszu modernizacyjnego (do 100 mld CZK wsparcia inwestycyjnego). CEZ szacuje krajowy potencjał w tym względzie na 5 GW, z czego 0,5 GW koncern byłby w stanie zbudować na obecnie posiadanych działkach. Nie uwzględniamy tych projektów w modelu.

Dystrybucja

EBITDA segmentu dystrybucji utrzymuje się w ostatnich latach blisko 20 mld CZK, ale stagnacja na tym poziomie nie do końca oddaje potencjał tych aktywów. **Brak wzrostu lub spadek zysków to domena spółek zagranicznych** w Bułgarii i Rumunii (spadek/brak wzrostu WRA, spadek WACC), które niedawno zostały wystawione na sprzedaż (ich udział w EBITDA obszaru to ~13%). **Kluczowy jest rynek czeski**, na którym trendy wyglądają zdecydowanie lepiej. **CAGR EBITDA 2016/19 wynosi ~2%**, co jest przede wszystkim pochodną rosnącego WRA. Regulowane aktywa w ostatnich latach zwiększały się zarówno z uwagi na inwestycje netto, jak i konwergencję związaną z domykaniem luki do ich wartości księgowej (poprzez korektę bieżącej amortyzacji). W kolejnych latach ta tendencja powinna być kontynuowana (średnioroczna nadwyżka capex nad amortyzacją na poziomie 4,5 mld CZK), aczkolwiek należy mieć na uwadze rozpoczęcie nowego 5-letniego okresu regulacyjnego w 2021 roku. Oprócz aktualizacji celów efektywności kosztowej, będzie się to wiązało ze zmianą WACC (niższa stopa wolna od ryzyka, niższe spready kredytowe, zmiana innych parametrów formuły). W zależności od przyjętej przez Regulatora metodologii (draft został opublikowany w sierpniu 2019 r.) aplikowany **średni ważony koszt kapitału spadnie z obecnych 7,95% do 6,5% lub 5,9%**. Finalna decyzja jest spodziewana w maju 2020 r., ale w naszym modelu przyjmujemy ten bardziej optymistyczny wariant (z rynkową strukturą finansowania). Nadal oznacza to **spadek EBITDA segmentu w roku 2021** i powrót do trendu wzrostowego w kolejnych latach. W tym gorszym scenariuszu musielibyśmy skorygować linię EBITDA średniorocznie w okresie prognozy o 0,6-0,7 mld CZK.

Szacunki Wartości Regulacyjnej Aktywów i EBITDA w aktywach dystrybucyjnych CEZ w Czechach (mln CZK)



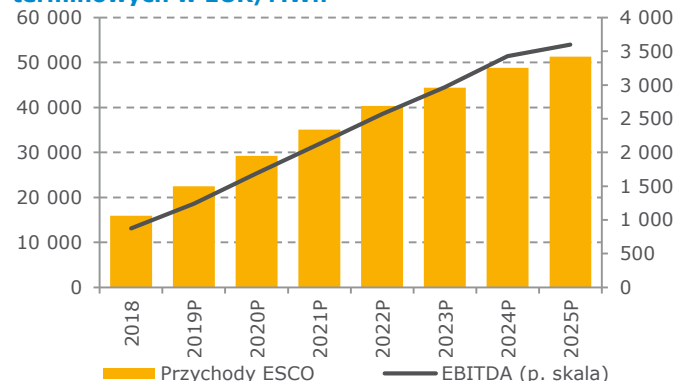
Źródło: mBank, CEZ

Sprzedaż

Segment obrotu powinien zamknąć rok 2019 z wynikiem 2,8 mld CZK EBITDA, ale po korekcie o płatność dla SZDC (-1,3 mld CZK po niekorzystnym wyroku sądu), byłoby to 4,1 mld CZK. Nieznaczny spadek r/r to głównie kwestia presji na marżę detaliczną (energia elektryczna i gaz) na kluczowym rynku czeskim. Częściowo jest to kompensowane przez dynamicznie **rosnący segment usług ESCO**, rozwijany

przez CEZ w krajach regionu. W ubiegłym roku przychody z tego obszaru wzrosły o ponad 40% (wzrost organiczny i akwizycje), co przy marży EBITDA w przedziale 5-9% buduje istotne źródło zysków segmentu. W kolejnych latach zgodnie z deklaracjami Zarządu oczekujemy kontynuacji trendów w tym obszarze (**CAGR przychodów 2019/24 szacujemy na +17%**). Będzie to obok spodziewanej odbudowy marży na sprzedaży energii i gazu główny czynnik **wzrostu EBITDA segmentu do prawie 7 mld CZK w perspektywie 5 lat**.

Prognozy cen energii EEX 1Y na tle notowań terminowych w EUR/MWh

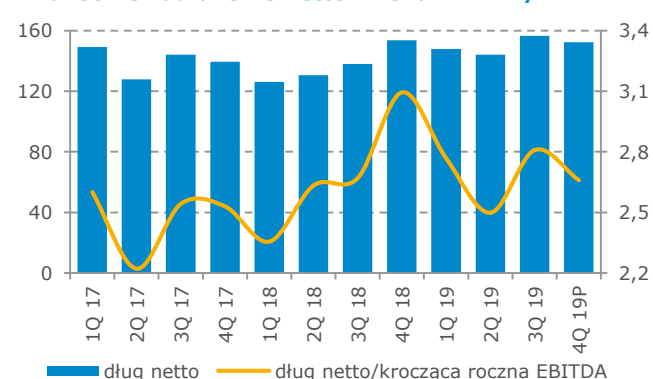


Źródło: mBank

Przepływy pieniężne

Zadłużenie finansowe netto koncernu na koniec września sięgało 156 mld CZK, co implikuje wskaźnik **DN/EBITDA na poziomie 2,8x**. Jeśli uwzględnimy rezerwy netto związane ze składowaniem paliwa jądrowego, likwidacją elektrowni atomowych oraz rekultywacją terenów pokopalnianych to wskaźnik rośnie do 3,8x, co plasuje się blisko sektorowego benchmarku na poziomie 3,5x. Szacujemy, że na koniec roku finansowy dług netto (wraz z leasingami) wyniesie 152 mld CZK, co przełoży się na wskaźnik DN/EBITDA na poziomie 2,7x. Dodatni cash flow w 4Q to głównie efekt oczekiwanego zmniejszenia kapitału obrotowego (niższe depozyty zabezpieczające po spadku giełdowych cen energii).

Finansowe zadłużenie netto i wskaźnik DN/EBITDA

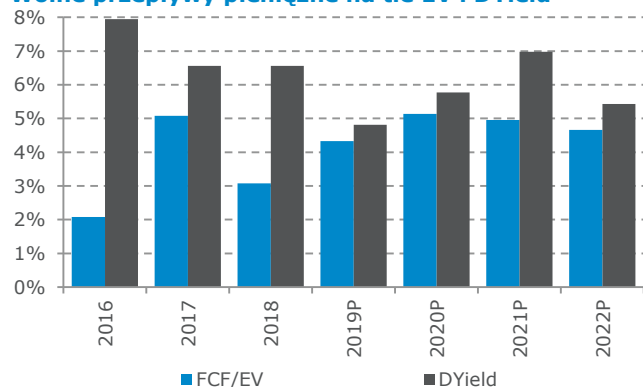


Źródło: CEZ, mBank

W kolejnych latach zakładamy średnie nakłady inwestycyjne na poziomie 34 mld CZK rocznie, co pokrywa się z planami Zarządu na lata 2020-21 i plasuje się 15% powyżej tych w latach 2022 wzwyż (wyższe wydatki w segmencie wytwarzania i nieco bardziej stroma ścieżka przyrostu WRA w dystrybucji). W zestawieniu z mocnymi wynikami na linii EBITDA, taki scenariusz implikuje **średni FCF/EV yield na poziomie 5%**.

Oznacza to, że w średnim terminie Spółka utrzyma bilansową zdolność do realizacji polityki dywidendowej na poziomie 80-100% skorygowanego zysku netto (nasz bazowy scenariusz to środek przedziału). W tym kontekście średnioroczna stopa **Dyld w latach 2020-22 powinna być bliska 6%**, bez przekraczania 2,6x DN/EBITDA.

Wolne przepływy pieniężne na tle EV i DYield



Źródło: CEZ, mBank

Potencjalnym źródłem finansowania inwestycji czy dywidend mogą być także zapowiadane dezinvestycje. Spółka uruchomiła proces sprzedaży aktywów w Bułgarii, Rumunii, Polsce i Turcji.

- **Bułgaria:** główne aktywa to 67% udział w aktywach dystrybucyjnych (RAB 300 mln EUR), kupionych za 282 mln EUR. Administracja bułgarska w październiku ponownie zablokowała transakcję sprzedaży za uzgodnioną cenę 335 mln EUR do koncernu Eurohold (8,4 mld CZK). Aktywa generują EBITDA na poziomie 1,3 mld CZK.
- **Rumunia:** aktywa dystrybucyjne z RAB na poziomie 462 mln EUR (11,5 mld CZK) oraz dwie farmy wiatrowe o mocach 600 MW plus 22 MW w elektrowniach wodnych. Aktywa OZE generują około 1,7 mld CZK EBITDA (wartość odtworzeniowa farm to około 0,8 mld EUR, czyli 20 mld CZK), a dystrybucja/obrot około 1,6 mld CZK.
- **Polska:** elektrociepłownie Skawina i Chorzów oraz projekty farm wiatrowych. Roczna EBITDA to około 0,8 mld CZK, a potencjalna cena do uzyskania biorąc pod uwagę aktualną sytuację w polskiej energetyce, może być szacowana na 3-4 mld CZK.
- **Turcja:** 38% udziałów w spółce Akenerji (aktywa wytwórcze w gazie 904 MW, wodzie 289 MW i wietrze 28 MW), które na giełdzie w Istanbulu są wyceniane na 50 mln EUR (1,3 mld CZK). Dodatkowo bezpośrednio i pośrednio (również przez Akenerji) CEZ posiada udziały w spółce dystrybucyjnej zbliżonej skalą do spółki Bułgarskiej. W 2009 zostały kupione przez konsorcjum za 600 mln USD (100%).

Projekt atomowy

Zaangażowanie CEZ w budowę nowych bloków atomowych w Czechach, to jedno z głównych strukturalnych ryzyk dla utrzymania profilu przepływów pieniężnych w kolejnych latach. Obecnie czekamy na podpisanie umowy pomiędzy Spółką, a czeskim rządem, która ma regulować prawne i finansowe aspekty tego projektu. Zgodnie z ostatnimi wypowiedziami ministra przemysłu, powinno to nastąpić w ciągu najbliższych tygodni. Założenia tego kontraktu były już kilkakrotnie przedstawiane i obecnie negocjowane są jego szczegóły. Poniżej przypominamy kluczowe kwestie dotyczące tego przedsięwzięcia:

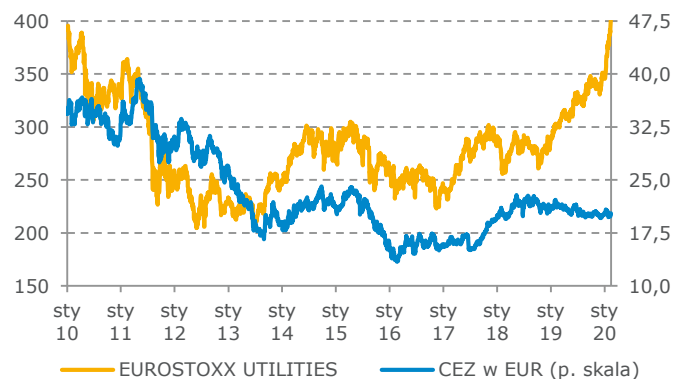
- **Planowane moce:** Aktualnie rząd zaakceptował rozbudowę elektrowni Dukovany o blok 1200 MW, który docelowo zastąpiłby obecnie eksploatowane jednostki o mocach 2000 MW, wyłączenie których jest planowane na lata 2045-47 (po wydłużeniu okresu eksploatacji do 60 lat).
- **Budżet:** Poziom nakładów pojawiający się w medialnych doniesieniach to 140-160 mld CZK, czyli 5,6-6,4 mld EUR. Implikowałoby to jednostkowy koszt 4,7-5,3 mln EUR/MW, co odbiega od benchmarku opartego na ostatnio realizowanych projektach (5,2-8,8 mln EUR/MW, przy średniej 6,4 mln EUR/MW).
- **Harmonogram:**
 - **Faza I (2020-24/25):** raport oddziaływania na środowisko, pozwolenie lokalizacji instalacji atomowych, przetarg i wybór generalnego wykonawcy (rząd liczy na koniec 2022). Szacowane nakłady w tym okresie 100-150 mln EUR.
 - **Faza II (2025-2029/32):** projektowanie, pozwolenie lokalizacyjne, pozwolenie na budowę i decyzja o wejściu na plac budowy.
 - **Faza III (2029/32-2027/40):** budowa bloku i prace uruchomieniowe.
 - **Faza IV (2037/40):** rozpoczęcie eksploatacji (rząd liczy na rok 2036).
- **Ramy prawne:** Projekt będzie realizowany przez CEZ poprzez powołany podmiot SPV. Kontrakt z rządem będzie przewidywał opcje put/call z cenami pokrywającymi wydatki poniesione w każdej kolejnej fazie. W przypadku zaniechania inwestycji na którymś z powyższych etapów, rząd będzie zobligowany do odkupienia SPV.
- **Ryzyka/gwarancje/finansowanie:** kwestia finansowania budowy bloku będzie negocjowana na późniejszym etapie i na razie trudno spekulować jaka formuła będzie wybrana (kontrakt różnicowy, feed-in-tariff). W tym kontekście nie wiadomo również jak będzie ustrukturyzowane finansowanie (udział equity w SPV, gwarancje państwowe dla zadłużenia SPV itp.). Zgodnie z aktualnymi deklaracjami Zarządu CEZ, Spółka chce zabezpieczyć swoje prawo do odsprzedaży SPV w razie braku uzgodnienia satysfakcjonujących warunków realizacji tej inwestycji.
- **NPV:** przy braku jakichkolwiek mechanizmów wsparcia przy naszych długoterminowych założeniach cen energii (47,6 EUR/MWh) i nakładach 6 mld EUR, zdyskontowane na dzisiaj NPV tego projektu wyniosłoby -0,8-1,0 mld EUR (7-10% obecnej kapitalizacji CEZ). Przy zaaplikowaniu bieżących cen EEX, kwota ta rośnie jednak o ponad 20% do 1,0-1,2 mld EUR.

Utrata korelacji ze Stoxx Utilities

Historycznie korelacja notowań CEZ z branżowym indeksem EuroStoxx była relatywnie wysoka, ale te zależności wyraźnie rozluźniły się w ubiegłym roku. Od początku 2019 r. europejskie spółki użyteczności publicznej wzrosły już ponad 50%, podczas gdy całkowity zwrot z akcji CEZ w tym okresie to zaledwie 0,2%. Oczywiście można wskazać na kilka czynników uzasadniających gorsze zachowanie się kursu od benchmarku (projekt jądrowy w toku, wciąż duży udział węgla w wytwarzaniu na poziomie ponad 40% i związane z tym restrykcje ESG, czy skromna ekspozycja na segment OZE), niemniej jednak skala odchylenia jest ogromna. Ta luka może tym bardziej dziwić, jeśli weźmiemy pod uwagę, że wciąż emisyjność floty CEZ znacząco odbiega „in plus” od średniej, spółka zaadresowała temat dekarbonizacji, większe wydatki na atom pojawiają się najwcześniej w 2029 roku

(dodatkowo ryzyko zwrotu na inwestycji ma być „ubezpieczone” umową z rządem), a środki z funduszu modernizacyjnego mogą pomóc w szybkim zbudowaniu bazy aktywów PV.

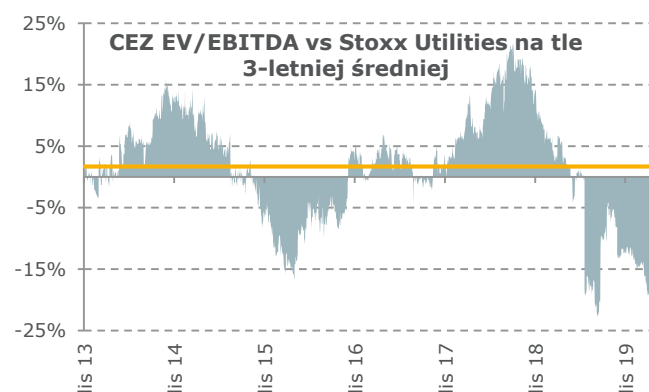
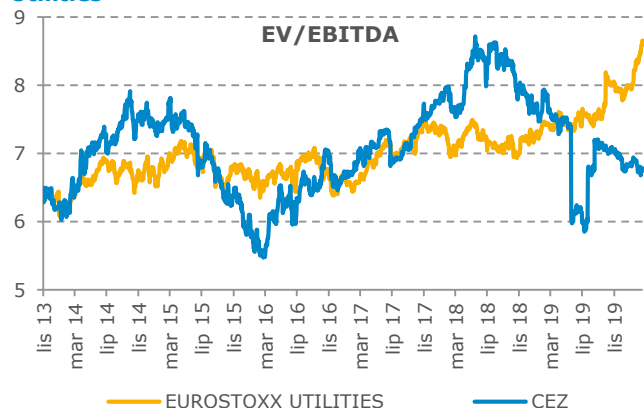
Notowania CEZ na tle indeksu Stoxx Utilities



Źródło: Bloomberg, mBank

Warto przypomnieć, że bardzo **dobry sentyment do branży użyteczności publicznej to wypadkowa kilku czynników**: globalny trend poszukiwania bezpiecznych aktywów oferujących stabilną dywidendę jako alternatywa dla obligacji, sukces sprzedażowy funduszy inwestujących odpowiedzialnie wg kryteriów ESG, skokowy wzrost cen CO₂, napływy do szeroko rozumianych funduszy infrastrukturalnych (spółki sieciowe). **CEZ w większym lub mniejszym stopniu wpisuje się w te ramy**, tak więc w naszej opinii powinien domykać powstałe odchylenie na kursie. Spółka gwarantuje stabilny profil FCF, jej rentowność jest dodatnio skorelowana z notowaniami CO₂, a udział obszaru obrotu (w tym ESCO), OZE i dystrybucji w EBITDA 2020-22 sięgnie średnio 50%.

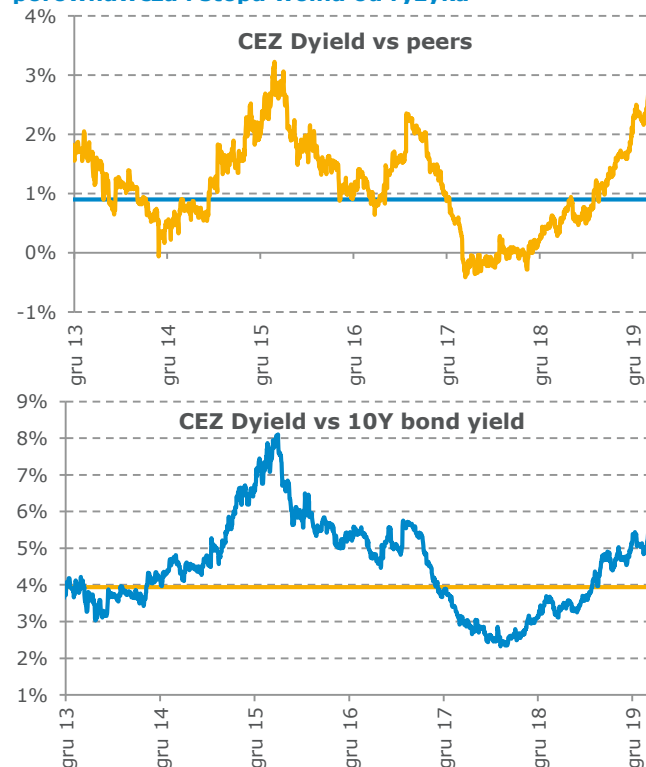
Wskaźnik EV/EBITDA 12M FWD dla CEZ i Stoxx Utilities



Źródło: Bloomberg, mBank

Ważnym wsparciem dla notowań spółek energetycznych w Europie jest **perspektywa wzrostu wyników** po okresie spadków/stabilizacji EBITDA, co będzie pochodną wyższych cen oraz inwestycji w OZE. W przypadku CEZ dodatnie dynamiki na wynikach również się pojawiły w 2019 i w 2020 roku. Trend powinien być kontynuowany, aczkolwiek w 2021 roku będzie on zachwiany przez wyższe koszty CO₂ i spadek WACC w dystrybucji. **W tym kontekście czeski koncern odstaje profilem** od europejskiej średniej, choć część znacznie lepiej zachowujących się podmiotów również ma podobną ekspozycję na rynkowe CDS-y. Warto jednocześnie zwrócić uwagę na fakt, że wzrosty na Stoxx Utilities to również pochodna **ekspansji wskaźników wyceny**, co ilustrują powyższe wykresy. Mnożnik EV/EBITDA 12M FWD dla sektora w ciągu ostatniego roku wzrósł z 7,2x do ponad 8,7x, podczas gdy w przypadku CEZ obserwowaliśmy re-rating z 7,6x do 6,8x. W efekcie obecnie **Spółka jest wyceniana z 20% dyskontem** do grupy porównawczej, podczas gdy historycznie rynek przyznawał jej nieznaczną premię.

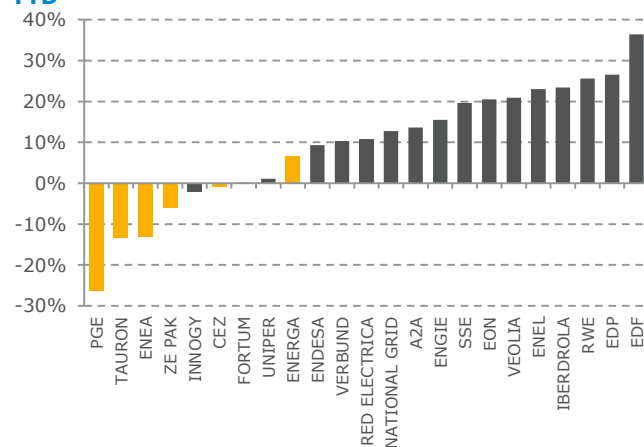
Premia w DYield 12M FWD dla CEZ vs grupa porównawcza i stopa wolna od ryzyka



Źródło: Bloomberg, mBank

Kolejnym czynnikiem, który w ostatnich miesiącach rynek bardzo doceniał w spółkach użyteczności publicznej była **oferowana stopa dywidendy**, szczególnie w kontekście spadających rentowności obligacji. W przypadku tego kryterium CEZ wypada bardzo atrakcyjnie na tle konkurencji. Na konsensusowych prognozach **DYield 12M FWD** dla czeskiej Spółki jest **wyższy o prawie 3 punkty procentowe od sektorowej średniej i o ponad 5 punktów procentowych od rentowności 10Y** czeskich obligacji rządowych. W obydwu przypadkach te odchylenia są wyższe od historycznych średnich. Sceptycyzm rynku może w tym wypadku odzwierciedlać obawy utrzymania hojnej polityki dywidendowej CEZ w kontekście planowanego projektu atomowego. Przypominamy jednak, że większe wydatki na ten cel pojawią się dopiero w perspektywie 10 lat, a dodatkowo formuła finansowania SPV będzie uwzględniała wsparcie rządowe (redukcja ryzyka, gwarancje dla długu).

Europejskie spółki użyteczności publicznej- zwrot YTD



Źródło: Bloomberg

Wycena

Wartość spółki CEZ szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji CEZ szacujemy w perspektywie 9 m-cy na poziomie 592,91 CZK.

	waga	cena (CZK)	cena (PLN)
Wycena porównawcza	50%	604,73	102,8
Wycena DCF	50%	518,49	88,1
cena wynikowa		561,61	95,5
cena docelowa za 9 m-cy		592,91	100,8

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec stycznia 2019 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy kapitały mniejszości oraz dług netto na koniec 2018 roku oraz rezerwy bilansowe netto na zamknięcie elektrowni jądrowych i rekultywacji terenów po kopalniach węgla. Uwzględniamy też efekt MSSF16 (leasing na 5 mld CZK). Dług korygujemy również o wypłaconą dywidendę.

- W wycenie bierzemy pod uwagę wartość udziałów w spółkach konsolidowanych metodą praw własności.
- W modelu uwzględniamy przedstawione poniżej założenia makroekonomiczne i operacyjne.
- Po roku 2028 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 2,5%, a współczynnik beta na poziomie 1,0.

Dodatkowe założenia:

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Wolumen produkcji energii TWh	63,1	65,3	66,1	64,1	61,6	60,8	58,1	55,7	55,2	55,2	55,2
energia atomowa	29,9	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4
węgiel brunatny	24,4	24,5	25,2	23,2	20,7	19,9	17,2	14,8	14,2	14,2	14,2
węgiel kamienny	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
gaz	1,9	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
woda	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
wiatr	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
pozostałe	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Wolumen sprzedaży energii TWh	37,6	37,9	38,2	38,5	38,8	39,1	39,4	39,7	40,0	40,3	40,6
Wolumen dystrybucji energii TWh	52,3	52,6	52,9	53,1	53,4	53,7	53,9	54,2	54,5	54,8	55,0
Cena terminowa energii EUR/MWh (1Y)	44,2	48,1	42,6	45,0	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6
Cena certyfikatu CO2 w EUR/t	16,2	25,2	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
EUR/CZK	25,6	25,7	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
USD/CZK	21,7	22,9	22,7	22,7	22,7	22,7	22,7	22,7	22,7	22,7	22,7

Model DCF

(mln CZK)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2028+
Przychody ze sprzedaży	205 752	229 058	231 603	237 312	246 238	247 017	246 469	248 806	252 016	255 351	255 351
zmiana	11,5%	11,3%	1,1%	2,5%	3,8%	0,3%	-0,2%	0,9%	1,3%	1,3%	0,0%
EBITDA*	61 414	67 911	63 163	61 984	65 654	66 203	65 420	65 592	66 199	66 574	66 574
marża EBITDA	29,8%	29,6%	27,3%	26,1%	26,7%	26,8%	26,5%	26,4%	26,3%	26,1%	26,1%
Amortyzacja*	34 313	34 692	34 503	34 984	34 236	34 166	34 342	34 762	35 391	36 198	36 279
EBIT	27 101	33 219	28 660	27 000	31 418	32 037	31 079	30 830	30 808	30 376	30 295
marża EBIT	13,2%	14,5%	12,4%	11,4%	12,8%	13,0%	12,6%	12,4%	12,2%	11,9%	11,9%
Opodatkowanie EBIT	5 149	6 312	5 444	5 128	5 966	6 083	5 900	5 852	5 846	5 764	5 756
NOPLAT	21 952	26 907	23 216	21 872	25 452	25 954	25 179	24 978	24 961	24 613	24 539
CAPEX*	-32 936	-34 763	-33 800	-33 900	-34 327	-34 775	-35 255	-35 759	-36 279	-36 809	-36 279
Kapitał obrotowy	-226	-248	-27	-61	-95	-8	6	-25	-34	-35	-35
Inwestycje kapitałowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	23 103	26 589	23 892	22 895	25 265	25 337	24 271	23 957	24 039	23 966	24 504
WACC	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	6,8%
współczynnik dyskonta	100,0%	95,0%	89,8%	84,9%	80,3%	75,8%	71,6%	67,7%	63,9%	60,4%	60,4%
PV FCF	23 103	25 255	21 459	19 444	20 278	19 213	17 389	16 214	15 368	14 470	
WACC	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	6,8%
Koszt długu	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Stopa wolna od ryzyka	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	38,3%	36,9%	37,5%	37,3%	36,1%	35,6%	35,5%	35,2%	34,9%	34,7%	15,0%
Koszt kapitału własnego	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	510 468
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	308 201
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	192 191
Wartość firmy (EV)	500 392
Dług netto	169 628
Udziałowcy mniejszościowi	4 560
Wartość firmy	326 204
Udziały w spółkach konsolidowanych metodą praw własności	6 151
Rezerwy na wycofanie elektrowni jądrowych	53 414
Liczba akcji (mln)	537,99
Wartość firmy na akcję (CZK)	518,5
9-miesięczny koszt kapitału własnego	5,6%
Cena docelowa (CZK)	547,4
Cena docelowa (PLN)	93,1

EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej	8,1
P/E('20) dla ceny docelowej	14,2
Udział TV w EV	62%

*pozycje uwzględniają nakłady i amortyzację na paliwo nuklearne

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	314,8	369,5	443,1	547,4	706,5
WACC +0,5 p.p.	340,3	403,4	490,3	617,7	822,3
WACC	369,5	443,1	547,4	706,5	979,4
WACC -0,5 p.p.	403,4	490,3	617,7	822,3	1 204,7
WACC -1,0 p.p.	443,1	547,4	706,5	979,4	1 555,3

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA z horyzontem wyceny 2019-21. Dodatkowo uzupełniamy ją o wskaźnik średniej stopy dywidendy za lata 2019-21. W ramach grupy porównawczej umieściliśmy zarówno zintegrowane pionowo spółki energetyczne, jak i te koncentrujące swoją działalność przede wszystkim na regulowanej dystrybucji czy też obszarze OZE. W zestawieniu znajdują się podmioty zagraniczne oraz polskie,

o dużym stopniu zróżnicowania jeśli chodzi o źródła wytwórcze (paliwa, poziom emisji, wiek mocy zainstalowanej), jak i udział poszczególnych obszarów aktywności w skonsolidowanych wynikach. W ostatecznej wycenie przyjęliśmy jednakowe wagi dla mnożników i poszczególnych lat prognozy.

Analiza porównawcza

	Cena	P/E				EV/EBITDA				Dywid 2019-21
		2018	2019P	2020P	2021P	2018	2019P	2020P	2021P	
EDF	13,47	18,8	22,3	16,0	15,8	5,7	5,6	5,5	5,5	2,8%
EDP	4,93	23,1	22,2	21,5	20,1	10,8	10,2	9,6	9,4	3,9%
ENDESA	26,12	19,2	17,9	17,0	16,4	9,5	9,3	9,2	9,1	5,5%
ENEL	8,57	21,3	18,1	16,3	15,3	8,9	8,4	8,1	7,8	4,2%
EON	11,46	17,3	17,6	17,2	15,9	10,0	11,7	9,6	9,2	4,2%
INNOGY	43,50	22,9	29,5	27,7	23,5	10,2	11,5	11,5	11,0	3,0%
RWE	34,37	33,3	20,5	20,7	15,4	20,4	10,2	8,1	6,9	2,7%
ENEA	6,62	4,3	2,8	2,7	2,1	4,0	3,0	3,0	2,7	1,2%
ENERGA	7,54	4,2	5,9	5,7	5,1	4,1	3,7	4,3	4,6	0,0%
PGE	5,76	7,3	3,9	5,0	3,3	3,3	2,8	3,1	2,4	3,8%
TAURON	1,40	11,8	2,7	2,2	1,8	3,8	4,0	3,7	3,2	0,0%
Maksimum		33,3	29,5	27,7	23,5	20,4	11,7	11,5	11,0	5,5%
Minimum		4,2	2,7	2,2	1,8	3,3	2,8	3,0	2,4	0,0%
Mediana		18,8	17,9	16,3	15,4	8,9	8,4	8,1	6,9	3,0%
CEZ	503,00	26,2	16,8	13,0	16,7	8,6	7,4	6,6	7,1	5,8%
(premia / dyskonto) do mediany		39,1%	-5,9%	-20,5%	8,2%	-3,2%	-11,9%	-18,6%	4,0%	92,7%

Implikowana wycena										
Mediana		18,8	17,9	16,3	15,4	8,9	8,4	8,1	6,9	3,0%
Waga wskaźnika		33,3%				33,3%				33,3%
Waga roku		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	
Implikowana wartość CEZ (CZK)	604,7									

Rachunek wyników

(mln CZK)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	203 744	205 092	184 486	205 752	229 058	231 603	237 312
zmiana	-3,1%	0,7%	-10,0%	11,5%	11,3%	1,1%	2,5%
EBITDA, w tym	58 206	55 155	49 664	57 287	63 680	58 827	57 539
Wytwarzanie konwencjonalne	22 001	19 062	16 659	23 526	27 018	23 639	22 105
Wydobycie	4 413	4 056	3 754	4 908	4 535	4 163	3 726
OZE	3 402	4 988	3 247	4 049	4 255	4 355	4 455
Dystrybucja	20 386	19 067	19 771	20 451	20 938	19 157	19 292
Sprzedaż	5 489	4 613	4 317	2 799	4 843	5 475	5 932
Pozostałe i konsolidacja	2 515	3 369	1 916	1 554	2 092	2 039	2 029
EBIT	26 114	25 620	19 759	27 101	33 219	28 660	27 000
zmiana	-9,8%	-1,9%	-22,9%	37,2%	22,6%	-13,7%	-5,8%
marża EBIT	12,8%	12,5%	10,7%	13,2%	14,5%	12,4%	11,4%
Wynik na działalności finansowej	-6 786	-2 867	-6 242	-7 089	-7 260	-8 456	-9 012
Podatek od uprawnień CO2	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	19 328	22 753	13 517	20 012	25 959	20 204	17 988
Podatek dochodowy	4 753	3 794	3 017	3 747	4 932	3 839	3 418
Udziałowcy mniejszościowi	294	194	173	166	215	167	149
Zysk netto	14 281	18 765	10 327	16 099	20 812	16 197	14 421
zmiana	-31,1%	31,4%	-45,0%	55,9%	29,3%	-22,2%	-11,0%
marża	7,0%	9,1%	5,6%	7,8%	9,1%	7,0%	6,1%
Amortyzacja	32 092	29 535	29 905	30 186	30 461	30 167	30 539
EBITDA	58 206	55 155	49 664	57 287	63 680	58 827	57 539
zmiana	-10,8%	-5,2%	-10,0%	15,3%	11,2%	-7,6%	-2,2%
marża EBITDA	28,6%	26,9%	26,9%	27,8%	27,8%	25,4%	24,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	538,0	538,0	538,0	538,0	538,0	538,0	538,0
EPS	26,5	34,9	19,2	29,9	38,7	30,1	26,8
CEPS	86,2	89,8	74,8	86,0	95,3	86,2	83,6
ROAE	5,4%	7,4%	4,3%	6,8%	8,7%	6,7%	6,0%
ROAA	2,3%	3,0%	1,6%	2,2%	2,8%	2,1%	1,9%

Bilans

(mln CZK)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	630 841	623 906	707 443	732 339	755 728	757 571	762 200
Majątek trwały	489 254	487 953	480 447	484 066	484 136	483 433	482 349
Rzeczowe aktywa trwałe	412 003	412 801	401 481	405 347	405 737	405 452	404 912
Wartości niematerialne i prawne	21 983	26 804	31 127	30 476	29 855	29 241	28 611
Udziały w innych podmiotach	5 309	3 520	3 361	3 361	3 361	3 361	3 361
Pozostałe aktywa trwałe	49 959	44 828	44 478	44 882	45 183	45 379	45 466
Majątek obrotowy	141 587	135 953	226 996	248 273	271 592	274 138	279 850
Zapasy	8 516	9 346	9 803	10 933	12 171	12 307	12 610
Należności krótkoterminowe	56 331	50 559	72 234	80 561	89 686	90 682	92 918
Pozostałe aktywa obrotowe	65 410	63 425	135 714	146 469	158 256	159 543	162 431
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	11 330	12 623	9 245	10 311	11 479	11 606	11 892

(mln CZK)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
PASYWA	630 841	623 906	707 443	732 339	755 728	757 571	762 200
Kapitał własny	256 812	250 018	234 721	237 909	243 241	240 709	240 554
Kapitał akcyjny	53 799	53 799	53 799	53 799	53 799	53 799	53 799
Pozostałe kapitały własne	203 013	196 219	180 922	184 110	189 442	186 910	186 755
Kapitał mniejszości	4 548	4 304	4 560	4 560	4 560	4 560	4 560
Zobowiązania długoterminowe	240 041	241 603	250 022	252 121	248 718	250 473	249 958
Pożyczki i kredyty	142 265	132 475	142 440	139 543	136 140	137 895	137 380
Pozostałe	97 776	109 128	107 582	112 578	112 578	112 578	112 578
Zobowiązania krótkoterminowe	129 440	127 981	218 140	237 749	259 209	261 829	267 128
Pożyczki i kredyty	25 551	21 832	18 526	18 149	17 707	17 935	17 868
Zobowiązania handlowe	80 516	48 087	63 093	70 366	78 336	79 207	81 159
Pozostałe	23 373	58 062	136 521	149 234	163 166	164 688	168 101
Dług	167 816	154 307	160 966	162 689	158 842	160 825	160 244
Dług netto	140 886	141 684	151 721	152 378	147 364	149 219	148 352
(Dług netto / Kapitał własny)	54,9%	56,7%	64,6%	64,0%	60,6%	62,0%	61,7%
(Dług netto / EBITDA)	2,4	2,6	3,1	2,7	2,3	2,5	2,6
BVPS	477,4	464,7	436,3	442,2	452,1	447,4	447,1

Przepływy pieniężne

(mln CZK)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	48 953	45 812	35 351	56 578	61 835	58 454	57 691
Zysk netto	14 281	18 765	10 327	16 099	20 812	16 198	14 423
Amortyzacja	28 978	29 305	28 139	30 186	30 461	30 167	30 539
Kapitał obrotowy	-9 295	355	-7 554	-2 184	-2 393	-261	-586
Pozostałe	14 989	-2 613	4 439	12 477	12 956	12 351	13 316
Przepływy inwestycyjne	-34 571	-20 212	-25 901	-32 936	-34 763	-33 800	-33 900
CAPEX	-35 553	-30 688	-26 018	-32 936	-34 763	-33 800	-33 900
Pozostałe	982	10 476	117	0	0	0	0
Przepływy finansowe	-16 540	-24 107	-12 695	-22 576	-25 905	-24 527	-23 505
Emisja akcji	0	0	0	0	0	0	0
Dług	5 480	-6 150	5 235	-3 273	-3 847	1 983	-581
Dywidenda (buy-back)	-21 325	-17 618	-17 596	-12 911	-15 479	-18 730	-14 579
Pozostałe	-695	-339	-334	-6 392	-6 579	-7 780	-8 345
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2 152	1 293	-3 378	1 066	1 168	128	286
Środki pieniężne na koniec okresu	11 330	12 623	9 245	10 311	11 479	11 606	11 892
DPS (CZK)	40,0	33,0	32,7	24,0	28,8	34,8	27,1
FCF	8 605	21 028	13 075	18 420	21 592	20 926	19 634
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	17,4%	15,0%	14,1%	16,0%	15,2%	14,6%	14,3%

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E	18,9	14,4	26,2	16,8	13,0	16,7	18,8
P/CE	5,8	5,6	6,7	5,8	5,3	5,8	6,0
P/BV	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
P/S	1,3	1,3	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1
FCF/EV	2,1%	5,0%	3,1%	4,3%	5,1%	4,9%	4,6%
EV/EBITDA	7,1	7,6	8,6	7,5	6,6	7,2	7,4
EV/EBIT	15,9	16,3	21,6	15,8	12,7	14,8	15,7
EV/S	2,0	2,0	2,3	2,1	1,8	1,8	1,8
DYield	7,9%	6,5%	6,5%	4,8%	5,7%	6,9%	5,4%

Cena (CZK)	503,0	503,0	503,0	503,0	503,0	503,0	503,0
Liczba akcji na koniec roku (mln)	538,0	538,0	538,0	538,0	538,0	538,0	538,0
MC (mln CZK)	270 609	270 609	270 609	270 609	270 609	270 609	270 609
Kapitał udziałowców mniej. (mln CZK)	4 548	4 304	4 560	4 560	4 560	4 560	4 560
EV (mln CZK)	416 043	416 597	426 890	427 547	422 532	424 388	423 521

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

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

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

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 Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) 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 sporządzanie 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_rynek/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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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.

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.

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 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 lutego 2020 o godzinie 08:31.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 lutego 2020 o godzinie 08:31.

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

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

Powielanie, 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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**CEZ**

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	05.12.2019	25.06.2019	02.04.2019	04.02.2019
cena docelowa (CZK)	597,80	597,80	565,50	537,80
kurs z dnia rekomendacji	502,00	544,00	540,50	568,00

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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, gaming

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
banki, 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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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