

wtorek, 10 listopada 2020 | komentarz specjalny

## CEZ: Komentarz do wyników za 3Q 2020

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 514,80 CZK | cena bieżąca: 475,00 CZK

**CEZ CP; CEZP.PR | Sektor energetyczny, Czechy**

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

- **Raportowana EBITDA** okazała się 3% niższa od rynkowego konsensusu i 7% niższa od naszych szacunków. Raportowany EBIT był obciążony odpisami aktywów na 3,8 mld CZK, w tym 1,9 mld CZK w segmencie wytwarzania (głównie polskie aktywa), 1,1 mld CZK na dystrybucję w Rumunii oraz 0,8 mld CZK na kopalnie. Stąd duże negatywne odchylenie na poziomie zysku netto.
- **Generacja konwencjonalna:** EBITDA o 0,8 mld CZK niższa od naszych założeń, pomimo wysokiej produkcji w elektrowniach atomowych. Był to efekt mniejszej kontrybucji aktywów węglowych oraz odwrócenia części zysków na „overhedge” z 1H'20 (-0,6 mld CZK).
- **OZE:** EBITDA 1,1 mld CZK vs prognozowane 0,8 mld PLN, ze względu na wyższe wolumeny w wietrze oraz większa kontrybucję aktywów czeskich (woda+PV).
- **Dystrybucja:** EBITDA 5,1 mld CZK vs 5,15 mld CZK w prognozie i 4,9 mld CZK przed rokiem.
- **Sprzedaż:** EBITDA 0,8 mld CZK vs oczekiwane 1,2 mld CZK. Negatywne zaskoczenie to kwestia strat tradingowych związanych z COVID-19 na rynku czeskim i niemieckim (-0,5 mld CZK)
- **Saldo na działalności finansowej** bliskie oczekiwań, ale warto odnotować -0,15 mld CZK odpisu na aktywa finansowe.
- **Przepływy z operacji** wyniosły 20,9 mld CZK vs 12,6 mld CZK rok wcześniej (pozytywny wpływ zmian w kapitale obrotowym na +8 mld CZK). Nakłady inwestycyjne wyniosły 7,5 mld CZK. Po uwzględnieniu wypłaconej dywidendy dług netto wzrósł q/q do 163 mld CZK (2,5x EBITDA), również z uwagi na przeszacowania kredytów walutowych.
- **Prognozy Zarządu na rok 2020:** Zarząd skorygował swoje oczekiwania dla zysku EBITDA z przedziału 62-64 mld CZK do poziomu 64 mld CZK (nasza prognoza 63,8 mld CZK) i skorygowanego zysku netto z 21-23 mld CZK do 23 mld CZK (nasze szacunki 21,8 mld CZK).
- **Dezinvestycje:** Sprzedaż aktywów w Rumunii i elektrowni Pocerady będzie księgowo rozliczona w wynikach 4Q (negatywny wpływ na raportowany zysk netto). W przypadku aktywów rumuńskich Spółka oczekuje rozliczenia gotówkowego w 2021 roku, a pozyskane środki mogą wpłynąć na wyższy poziom dywidendy. W Bułgarii proces sprzedaży aktywów do Eurohold jest w trakcie realizacji (zgoda urzędu antymonopolowego uzyskana w październiku, a obecnie czekają na zgodę regulatora). W Polsce termin składania ofert mija 7 grudnia.
- **Podsumowując, wyniki za 3Q'20 są nieco gorsze od oczekiwań, ale nie zmieniają perspektywy całorocznej (wykonanie naszej prognozy EBITDA w 80%), co potwierdza „guidance” Zarządu. Deklaracja o możliwym zwiększeniu dywidendy o części wpływów z dezinvestycji powinna być dodatkowym wsparciem dla kursu. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do CEZ, a w związku z niedawną rewizją ścieżek cenowych dla energii i CO2 wkrótce zaktualizujemy prognozy na kolejne lata.**

### Skonsolidowane wyniki kwartalne CEZ według segmentów

(mIn CZK)	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	yoy	Q3 20P	diff.	2020P	% YTD
Przychody	51 849	48 179	48 027	58 137	57 046	49 207	49 297	2%	53 044	-7%	222 619	70%
skor. EBITDA	21 279	13 603	11 169	15 554	25 881	12 858	12 167	-5%	13 113	-7%	63 772	80%
EBITDA	21 279	13 603	9 869	15 554	25 881	12 858	12 167	-5%	13 113	-7%	63 772	80%
wytwarzanie	12 021	4 835	2 552	6 224	14 984	4 755	4 252	-2%	5 039	-16%	28 998	83%
OZE	1 168	1 105	888	775	1 444	1 274	1 127	15%	799	41%	4 215	91%
dystrybucja	5 378	5 020	4 903	5 252	5 821	5 080	5 094	1%	5 148	-1%	21 011	76%
obróć	704	1 229	-46	1 839	1 850	1 012	775	-18%	1 200	-35%	3 650	100%
wydobycie	1 539	986	1 264	1 202	1 377	373	631	-62%	573	10%	4 457	53%
pozostałe	469	428	308	262	405	364	288	-15%	355	-19%	1 442	73%
EBIT	13 801	6 051	2 246	4 331	18 807	3 153	1 202	-48%	3 453	-65%	35 543	65%
Dz. finans.	-1 585	-1 880	-1 894	-2 659	-1 615	-2 096	-1 981	-	-1 832	8%	-7 627	75%
Zysk netto	9 825	3 535	88	925	13 805	632	-1 176	-	1 313	0%	21 761	61%

Źródło: CEZ, mBank

### Skonsolidowane wyniki kwartalne CEZ na tle konsensusu

(mIn CZK)	Q3 20	Q3 19	r/r	Q3 20 P	różnica	konsensus (mediana)	różnica
Przychody	49 297	48 027	3%	53 044	-7%	50 880	-3%
skor. EBITDA	12 167	11 169	9%	13 113	-7%	12 492	-3%
EBITDA	12 167	9 869	23%	13 113	-7%	12 492	-3%
EBIT	1 202	2 246	-46%	3 453	-65%	4 590	-74%
Dział. finansowa	-1 981	-1 894	-	-1 832	-	-	-
Zysk netto	-1 176	88	-	1 313	-	2 400	-

Źródło: CEZ, mBank

**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 Biura 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, 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\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](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.

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, Sygnity, 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 Biuro maklerskie 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, BGZ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, Gaming Factory S.A., GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplup, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbic Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIIM, 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: BOŚ, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Pfeiderer Group, Primetech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura 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 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](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.

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszc  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kluszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kluszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

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

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

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

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

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

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

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@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)