

piątek, 20 listopada 2020 | aktualizacja raportu

CEZ: kupuj (podtrzymana)

CEZ CP; CEZP.PR | Energetyka, Czechy

Bezpieczna dywidenda plus szansa na wzrost OZE

Obserwowana w ostatnich tygodniach poprawa sentymentu do „klasycznych” spółek energetycznych powinna uwypuklić główną przewagę CEZ na tle grupy porównawczej, czyli wysoką dywidendę. Prognozowany średni DYield w perspektywie 2025 roku sięga 7%, a spread do rynkowej mediany jak i 5-letniej średniej premii do RFR przekracza 2 p.p. Wsparciem dla sentymentu może być też intensyfikacja rozwoju OZE, zasilana środkami z funduszu modernizacyjnego. W połączeniu z przejrzystą polityką dekarbonizacyjną, „uspokojeniem” komunikacji wokół projektu atomowego, spadkiem kosztów finansowania oraz niskim wskaźnikiem emisyjności powinno to pozwolić na odbudowywanie się wskaźników wyceny po okresie istotnego de-ratingu. W tym kontekście podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj, podnosząc cenę docelową z 514,80 CZK do 601,40 CZK (efekt zaaplikowania nowych ścieżek cenowych energii i CO₂).

Perspektywy dla dywidendy niezagrożone

W kolejnych 5 latach zakładamy średni capex na poziomie 36 mld CZK rocznie, co pokrywa się z planami Zarządu (po korekcie o dezinvestycje). W zestawieniu z prognozowanymi wynikami na linii EBITDA, taki scenariusz implikuje średni FCF/EV yield w okresie 2021-25 na poziomie 4,9% (FCFE yield 5,5%). Oznacza to, że w średnim terminie spółka utrzyma bilansową zdolność do realizacji polityki dywidendowej na poziomie 80-100% skor. zysku netto. W tym kontekście średnioroczny DYield 2021-25 powinien być bliski 7%, bez przekraczania 2,5x DN/EBITDA (wpływy z zaplanowanych dezinvestycji sięgną do 45 mld CZK). Premia do RFR przekracza o 2 p.p. średnią z 5 lat, podobnie jak spread do grupy porównawczej.

Szansa na uzupełnienie profilu o komponent OZE

W najbliższych latach CEZ powinien zdynamizować rozwój obszaru OZE na rynku czeskim, głównie dzięki publicznym funduszom wsparcia w ramach Green Deal czy środkom z funduszu modernizacyjnego zasilanego wpływami z aukcji CO₂ (5,5 mld EUR dla projektów w Czechach). Oczywiście trudno będzie o uzyskanie dużej skali tych inwestycji w pierwszych latach, ale docelowy potencjał rozwoju PV w Czechach to ~5 GW. Uwzględniając portfel projektów wiatrowych w Europie Zachodniej (>500 MW) oraz ogłoszony plan dekarbonizacji daje to szansę na uatrakcyjnienie profilu ESG.

Aktualizacja ścieżek cenowych i prognoz

W naszym ostatnim raporcie dotyczącym Polenergii zrewidowaliśmy dość mocno ścieżki cenowe dla rynku energii, głównie z uwagi na przyjęty bardziej agresywny scenariusz dla notowań uprawnień do emisji CO₂. Ceny base dla lat 2021-29 podnieśliśmy średnio o 15% (w tych szacunkach przyjmujemy, że transmisja kosztów uprawnień uwzględni zmiany w miksie wytwórczym na rynku niemieckim – może to oznaczać wzrost spreadu CZ/DE, którego nie uwzględniamy). Zwracamy uwagę, że w naszych prognozach EBITDA zakładamy dekonsolidację aktywów bułgarskich i rumuńskich od połowy przyszłego roku. Oczyszczając o ten efekt nasze prognozy 2021-22 byłyby wyższe od poprzednich o ~10%.

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	184 486	206 192	212 851	197 171	173 204
EBITDA	49 664	60 305	65 123	58 621	54 041
marża EBITDA	26,9%	29,2%	30,6%	29,7%	31,2%
EBIT	19 759	26 429	22 715	30 395	26 531
Zysk netto	10 327	14 373	11 798	19 344	17 308
P/E	24,4	17,5	21,3	13,0	14,5
P/CE	6,3	5,2	4,6	5,3	5,6
P/BV	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	8,2	6,9	6,3	6,4	7,0
DPS	32,7	23,9	34,0	39,2	32,4
DYield	7,0%	5,1%	7,3%	8,4%	6,9%

Cena bieżąca	468,00 CZK
Cena docelowa	601,40 CZK
Kapitalizacja	251,8 mld CZK
Free float	74,9 mld CZK
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	149,0 mln CZK

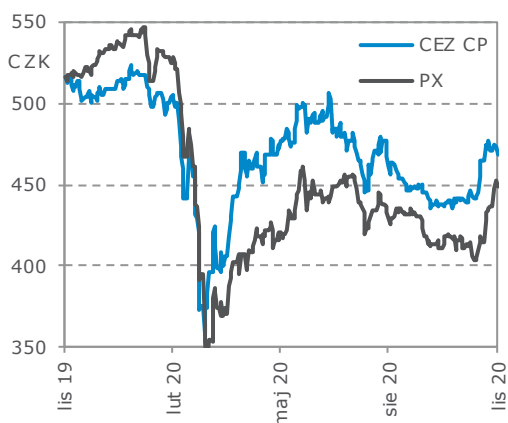
Struktura akcjonariatu

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

Profil spółki

CEZ jest największym producentem energii w Czechach (58,8 TWh i 67% rynku), 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 spółka 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 na tle PX



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CEZ	601,40	514,80	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CEZ	468,00	601,40	+28,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
EBITDA	+2,1%	+1,3%	+0,2%
Zysk netto	-45,8%	+24,5%	+46,3%
Energia (EUR/MWh)	+24,8%	+22,6%	+12,6%
EUR/CZK	+5,3%	+4,8%	+4,8%
CO ₂ (EUR/t)	+37,2%	+66,7%	+59,9%

Analitik:

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

PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAGAŻENIE (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. Prostej 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 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 stanowił 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.

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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 listopada 2020 o godzinie 08:27.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 listopada 2020 o godzinie 08:27.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-10-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-20	2019-12-05
cena docelowa (CZK)	514,80	514,80	527,86	592,91	597,80
kurs z dnia rekomendacji	438,00	489,00	451,00	503,00	502,00

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 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 Poniąkowski
+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