

środa, 28 kwietnia 2021 | komentarz specjalny

Energetyka: Prognozy wyników kwartalnych za 1Q'21

Energetyka, Polska, Czechy

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Szacujemy, że wyniki sektora za 1Q'21 zapewnią wykonanie naszych rocznych prognoz skorygowanego wyniku EBITDA na poziomie 33%. Najlepiej wypadną CEZ (mocniejsza sezonowość i perspektywa dekonsolidacji spółek rumuńskich i bułgarskich w kolejnych kwartałach) oraz Tauron (relatywnie

najmocniejszy efekt wysokich wolumenów na węglu). Zwracamy uwagę na wzrosty w obszarze dystrybucji i obrotu, które zyskują na korzystniejszych taryfach. Taka sytuacja może już się nie powtórzyć w przyszłym roku.

CEZ Kamil Kliszcz	kupuj 693,24 CZK			wyniki: 11-05-2021	
(mln CZK)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	58 140	57 046	2%	194 743	30%
skor. EBITDA	26 749	25 881	3%	59 135	45%
EBITDA	26 749	25 881	3%	59 135	45%
EBIT	19 472	18 807	4%	28 933	67%
Dział. finansowa	-1 698	-1 615	-	-5 396	-
Zysk netto	14 397	13 805	4%	19 013	76%

Enea Kamil Kliszcz	zawieszona			wyniki: 27-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	4 748	4 592	3%	16 489	29%
skor. EBITDA	940	989	-5%	3 331	28%
EBITDA	940	1 016	-7%	3 331	28%
EBIT	504	634	-21%	1 721	29%
Dział. finansowa	-67	-79	-	-252	-
Zysk netto	335	445	-25%	1 117	30%

PGE Kamil Kliszcz	zawieszona			wyniki: 25-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	13 035	12 591	4%	40 856	32%
skor. EBITDA	2 036	1 769	15%	6 702	30%
EBITDA	2 036	1 769	15%	6 702	30%
EBIT	975	773	26%	2 330	42%
Dział. finansowa	-144	-164	-	-388	37%
Zysk netto	593	432	37%	1 505	39%

Polenergia Kamil Kliszcz	sprzedaj 72,69 PLN			wyniki: 18-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	499	459	9%	2 348	21%
skor. EBITDA	71	94	-25%	271	26%
EBITDA	71	94	-25%	271	26%
EBIT	48	69	-30%	171	28%
Dział. finansowa	-9	-9	11%	-51	19%
Zysk netto	31	50	-38%	98	32%

Tauron Kamil Kliszcz	zawieszona			wyniki: 19-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	5 735	5 468	5%	19 639	29%
skor. EBITDA	1 236	1 026	20%	3 742	33%
EBITDA	1 236	957	29%	3 742	33%
EBIT	728	474	53%	1 519	48%
Dział. finansowa	-70	-243	-	-337	21%
Zysk netto	533	162	229%	957	56%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Zaskoczenia na wynikach vs. oczekiwania rynkowe oraz vs. r/r

vs.	2018				2019				2020				21	+/=
konsensus	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
Energetyka	=	-	+	=	=	+	-	+	+	+	=	=		83%
CEZ	=	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+		92%
Enea	=	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+		75%
PGE	=	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+		50%
Polenergia	=	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+		100%
Tauron	=	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+		

Źródło: mBank

■ Wynik EBITDA w wytwarzaniu 16,4 mld CZK vs. 15 mld CZK w 1Q'20 (efekt marży i wyższej produkcji z atomu); w OZE -17% r/r (z uwagi na niższą wietrzność); w dystrybucji -5% r/r (efekt nowych taryf); w sprzedaży -3% r/r (koszty bilansowania portfela).

■ Po pierwszym kwartale będzie wysokie wykonanie rocznych prognoz, ale przypominamy o dekonsolidacji aktywów w RO i BG w kolejnych kwartałach.

■ W wytwarzaniu spadek EBITDA r/r do 412 mln PLN pomimo wyższych wolumenów i rynku mocy z/w na zawyżoną bazę (wysoka marża na odkupach).

■ EBITDA dystrybucji powinna wzrosnąć r/r o 7% dzięki wolumenowi i nowej taryfie.

■ W obrocie EBITDA 23 mln PLN vs. 110 mln PLN rok wcześniej (zawyżona baza przez wycenę kontraktów CO2).

■ LWB podała już wstępne dane z EBITDA 170 mln PLN.

■ EBITDA w energetyce konw. stabilna r/r przy wyższych wolumenach produkcji i przychodach mocowych kompensowanych przez CDS; w ciepłe EBITDA +39% (wyższe taryfy i przychody mocowe); w OZE EBITDA płaska r/r (niższa wietrzność kompensuje wzrost mocy).

■ W dystrybucji zakładamy wzrost EBITDA r/r o 9% (efekt wolumenów i taryf); w segmencie sprzedaży oczekujemy poprawy EBITDA o 13% (wyższe marże na taryfie G).

■ Średni load factor FW w Polsce spadł w 1Q o 14 p.p., czego nie zrekompensują wyższe ceny i stąd spadek EBITDA w segmencie wiatru z 83 mln PLN do 53 mln PLN.

■ EBITDA w dystrybucji -13% r/r (zdarzenie jednorazowe w 1Q'20), a w obrocie EBITDA +20% r/r (efekt nowych inicjatyw i bilansowania ENW).

■ W ciepłe wzrost r/r do 9,6 mln PLN (zabezpieczony wysoki CSS, przychody mocowe).

■ W wydobywaniu oczekujemy zmniejszenia straty EBITDA do -12 mln PLN (efekt kapitalizacji kosztów w zapasach).

■ EBITDA wytw. 350 mln PLN (rok temu 70 mln PLN) – efekt kontrybucji nowego Jaworzna, wyższych wolumenów i przych. mocowych; w OZE spadek o 30% (wietrzność).

■ W dystrybucji EBITDA +4% r/r (wolumeny i taryfa), a w obrocie spadek EBITDA o 100 mln PLN z/w na rozliczanie nierentownych zakupów z nowego bloku w Jaworznie.

vs.	2018				2019				2020				21	+/=
r/r	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
Energetyka	-	-	+	=	+	+	=	+	+	-	=	-		69%
CEZ	-	-	+	=	+	+	+	+	+	-	=	-		77%
Enea	+	+	=	=	+	+	+	+	+	-	=	-		62%
PGE	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	=	-		62%
Polenergia	=	-	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+		69%
Tauron	=	-	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+		

Źródło: mBank; 1Q'21 – prognoza 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 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, Sygnty, 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

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, Sygnty, 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.

Investowanie 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 świadczyć, 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, Answear, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, iZ Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNI, PKO BP, Polimex-Mostostal, Poinord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnty, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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 abonamentową 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

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.
Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemicka-wilim@mbank.pl

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl