

wtorek, 11 maja 2021 | komentarz specjalny

CEZ: Komentarz do wyników za 1Q 2021

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 693,24 CZK | cena bieżąca: 607,00 CZK

CEZ PW; CEZ.WA | Sektor energetyczny, Czechy

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

- **Raportowana EBITDA** okazała się 12% niższa od rynkowego konsensusu i 25% niższa od naszych szacunków. Raportowany EBIT był obciążony odpisami aktywów na 2 mld CZK, głównie na aktywach polskich. Przypominamy, że Spółka dokonała zmian w prezentacji segmentowej.
- **Generacja:** segment wytwarzania wygenerował łącznie 9,7 mld CZK EBITDA vs 16,8 mld CZK rok wcześniej i 17,6 mld CZK w naszej prognozie. Główne źródła zaskoczenia to brak wysokich wyników z tradingu z 1Q'20 (2,6 mld CZK). Spółka informuje również o tym, iż różnica wynika ze specyficznych krótkoterminowych efektów COVID-19 rządu -3,8 mld CZK (aktualizacja pozycji zabezpieczających oraz rozszerzenia spreadu CZ/DE: rok temu +2,8 mld CZK, a teraz -1 mld CZK). Częściowo uwzględnialiśmy to w naszych prognozach, ale zakładaliśmy jednocześnie wzrost spreadu na generacji z/w na wyższe ceny (spółka zaraportowała wzrost wyniku na atomie o 0,7 mld CZK, ale spadek o 1,1 mld CZK na węglu).
- **Dystrybucja:** po zmianach w strukturze segmentacji, obszar zaraportował EBITDA na poziomie 6,4 mld CZK. Po sprowadzeniu do porównywalności oznacza to wzrost o 0,5 mld CZK (przede wszystkim w Czechach na marży dystrybucyjnej i wyższych opłatach przyłączeniowych). Jest to duże pozytywne zaskoczenie, biorąc pod uwagę niekorzystne zmiany WACC.
- **Sprzedaż:** EBITDA 2,3 mld CZK vs oczekiwane 1,8 mld CZK. Pozytywne zaskoczenie to przede wszystkim wyższy wynik w Czechach (wolumeny i marże=> +0,5 mld CZK r/r), a także dodatkowa kontrybucja z usług ESCO w Niemczech (+0,1 mld CZK r/r).
- **Saldo na działalności finansowej** zaskoczyło pozytywnie z uwagi na zyski na hedgingu i dodatnie różnice kursowe.
- **Przepływy z operacji** wyniosły 5,5 mld CZK (13,1 mld CZK rok wcześniej) z sezonowym odpływem gotówki na kapitał obrotowy (-10 mld CZK). Nakłady inwestycyjne wyniosły 7,2 mld CZK (21% naszej prognozy rocznej). Wpływy netto z dezinwestycji w Rumunii wyniosły 21 mld CZK i w efekcie dług netto spadł q/q do 125 mld CZK (2,1x EBITDA).
- **Dywidenda:** Posiedzenie Zarządu w sprawie ustalenia propozycji wypłaty zaplanowano na 20 maja.
- **Prognozy Zarządu na rok 2021:** Zarząd podtrzymał swoje prognozy dla aktywów strategicznych (EBITDA 54-57 mld CZK i skor. zysk netto 17-20 mld CZK), a jednocześnie skorygował prognozy raportowanego EBITDA z/w na uwzględnienie sprzedaży aktywów w Rumunii i Bułgarii (57-60 mld CZK vs 60-63 mld CZK wcześniej). Te szacunki pokrywają się z naszymi prognozami i rynkowym konsensem.
- **Podsumowując, wyniki za 1Q'21 okazały się negatywnym zaskoczeniem, ale częściowo odchylenie w segmencie generacji ma charakter tymczasowy (wyniki na hedgingu odwrócą się w kolejnych kwartałach), a dodatkowo pozytywnie zaskoczyła dystrybucja, co oznacza że nasze roczne prognozy nie wymagają większych rewizji (pozostajemy w przedziale prognoz Zarządu). W krótkim terminie ważna będzie deklaracja dywidendy zaplanowana na 20 maja.**

Skonsolidowane wyniki kwartalne CEZ według segmentów

(mIn CZK)	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	1Q 21	r/r	Q1 21P	różnica	2021P	% YTD
Przychody	57 046	49 207	49 297	58 187	59 075	4%	58 140	2%	194 743	30%
skor. EBITDA	25 881	12 858	12 249	13 943	19 967	-23%	26 749	-25%	59 135	34%
EBITDA	25 881	12 858	12 249	13 943	19 967	-23%	26 749	-25%	59 135	34%
wytwarzanie	14 984	4 755	4 252	5 269	9 663	-36%	17 626	-45%	30 100	32%
OZE	1 444	1 274	1 127	784	-	-	-	-	-	-
dystrybucja	5 821	5 080	5 094	5 507	6 371	9%	5 521	15%	18 569	34%
obrót	1 850	1 012	775	1 007	2 336	26%	1 800	30%	5 452	43%
wydobywanie	1 377	373	631	1 048	1 540	12%	1 392	11%	3 699	42%
pozostałe	405	364	370	328	10	-98%	409	-	1 315	1%
EBIT	18 807	3 153	1 202	-10 577	11 235	-40%	19 472	-42%	28 933	39%
Dz. finans.	-1 615	-2 096	-1 981	1 013	-816	-49%	-1 698	-	-5 396	15%
Zysk netto	13 805	632	-1 176	-7 823	8 404	-39%	14 397	-42%	19 013	44%

Źródło: CEZ, mBank

Skonsolidowane wyniki kwartalne CEZ na tle konsensusu

(mIn CZK)	Q1 21	Q1 20	r/r	Q1 21P	różnica	konsensus (mediana)	różnica
Przychody	59 075	57 046	4%	58 140	2%	58 140	2%
skor. EBITDA	19 967	25 881	-23%	26 749	-25%	22 705	-12%
EBITDA	19 967	25 881	-23%	26 749	-25%	22 705	-12%
EBIT	11 235	18 807	-40%	19 472	-42%	15 800	-29%
Dział. finansowa	-816	-1 615	-49%	-1 698	-52%	-	-
Zysk netto	8 404	13 805	-39%	14 397	-42%	11 450	-27%

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/IBV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZWAŻENIE (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 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 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/analiza_i_rynek/analiza_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, Answear, Assec 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, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Developer, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polinord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vistal Gdynia, Witichen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Assec 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/analiza_i_rynek/analiza_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 Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniąkowski@mbank.pl
przemysł

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

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

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

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

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