

12 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Sektor energetyczny**

Polska

**CEZ**

CEZP.WA; CEZ PW

**Trzymaj**

(Niezmieniona)

**Kamil Kliszcz**  
(48 22) 697 47 06  
kamil.klischcz@dibre.com.pl

**Wyniki nieco poniżej konsensusu****Obecna cena 146,4 PLN, Cena docelowa 140,6 PLN**

Skonsolidowane wyniki Grupy CEZ za 3Q'2009 nie odbiegają istotnie od naszych prognoz, które kształtowały się nieco poniżej rynkowego konsensusu. Spadek zysku EBITDA w ujęciu r/r to przede wszystkim efekt niższej o prawie 9% produkcji energii elektrycznej (w tym wyżej marżowej energii jądrowej o 4,4%), dodatkowych kosztów związanych z nowymi inwestycjami (koszty osobowe związane z rozbudową mocy w Czechach, a także budową farm wiatrowych w Rumunii) oraz konsolidacją nierentownych aktywów dystrybucyjnych w Albanii. Na poziomie netto udało się ujemną dynamikę wyników praktycznie w pełni zamortyzować, ale tylko dzięki pozytywnej księgowej wycenie opcji na akcje MOL, w związku ze wzrostem kursu tego koncernu. To właśnie ta pozycja pozwoli w naszej opinii na przekroczenie tegorocznej prognozy zysku netto (nasze szacunki są zbliżone do prognozy Zarządu), aczkolwiek na poziomie EBITDA potencjału do istotnych odchyłeń raczej nie widzimy. Perspektywa roku 2010 pozostaje nadal mało optymistyczna (my zakładamy lekkie pogorszenie skonsolidowanych wyników), przede wszystkim ze względu na spodziewany spadek efektywnej ceny energii, który trudno będzie zneutralizować cięciem kosztów i planowaną wyższą produkcją w elektrowniach jądrowych.

**Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy CEZ**

(mln PLN)	IIIQ2009	IIIQ2008	zmiana	IIIQ2009P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	I-IIIQ 2009	I-IIIQ 2008	zmiana
Przychody	42 986,0	41 400,0	3,8%	40 298,8	6,7%	42 158,5	2,0%	138 601,0	131 821,0	5,1%
EBITDA	19 181,0	21 150,0	-9,3%	19 717,2	-2,7%	20 698,9	-7,3%	71 008,0	69 933,0	1,5%
marża EBITDA	44,6%	51,1%	-12,7%	48,9%	-	49,1%	-	51,23%	53,05%	-
EBIT	13 631,0	16 338,0	-16,6%	14 053,2	-3,0%	15 187,3	-10,2%	54 487,0	54 315,0	0,3%
Zysk brutto	14 965,0	15 785,0	-5,2%	15 195,4	-1,5%	-	-	54 910,0	52 553,0	4,5%
Zysk netto	12 080,0	12 302,0	-1,8%	11 941,9	1,2%	12 287,8	-1,7%	43 721,0	40 885,0	6,9%

Źródło: CEZ, szacunki DI BRE

**Spadek marży na produkcji energii, dodatkowe koszty z nowych projektów**

Obniżenie wyniku operacyjnego CEZ w ujęciu r/r to przede wszystkim „zasługa” segmentu odpowiedzialnego za sprzedaż i produkcję energii elektrycznej. Spadek wolumenów zarówno w elektrowniach węglowych (-15,4%), jak i jądrowych (-4,4%) z nawiązką zniwelował efekt wyższych średnich cen sprzedaży. Spółka zaksięgowała także dodatkowe koszty osobowe związane z zatrudnianiem wysoko płatnych specjalistów do realizowanych właśnie projektów rozbudowy mocy wytwórczych w ramach Grupy, w tym do rumuńskiej spółki odpowiedzialnej za budowę dwóch farm wiatrowych (koszty ogólnego zarządu tego projektu wyniosły w 3Q około 300 mln CZK). Nie bez znaczenia dla skonsolidowanych rezultatów CEZ było także pogorszenie wyników w segmencie dystrybucji (-250 mln CZK), gdzie pojawiły się dodatkowe koszty konsolidowanej spółki albańskiej (obniżenie wyniku segmentu w regionie Europy Południowo-Wschodniej w ujęciu r/r o 161 mln CZK) oraz wyższa amortyzacja (baza z roku 2008 zaniżona poprzez wsteczne księgowanie przedłużenia żywotności jednego z aktywów). W przypadku segmentu wydobywczego raportowany wynik był zbliżony do ubiegłorocznego, dzięki utrzymaniu wolumenu sprzedaży węgla i wyższych cenach sprzedaży, przy nieco wyższych kosztach wydobycia. Wsparciem dla skonsolidowanego EBIT była natomiast pozostała działalność CEZ, w ramach której Spółka wygenerowała 970 mln CZK zysku wobec 944 mln CZK w 2Q'09 i 660 mln CZK w 3Q'08. Na poziomie działalności finansowej saldo było o około 200 mln CZK wyższe niż się spodziewaliśmy (uwzględnia ono zyski z jednostek konsolidowanych metodą praw własności w kwocie 461 mln CZK-MIBRAG, SEDAS i Akenerji), a głównym czynnikiem jaki na nie wpłynął było przeszacowanie opcji na akcje MOL, którego efekt prognozowaliśmy na 1,8 mld CZK. Ostatecznie po trzech kwartałach skonsolidowany wynik netto wynosi już 43,7 mld CZK, czyli 87% tegorocznej prognozy Zarządu, co uzasadniałoby jej podwyższenie. Na poziomie EBITDA wykonanie wynosi jednak mniej (77%) i w naszej opinii nie ma potencjału do przekroczenia szacunków na tym poziomie (implikowany zysk EBITDA na 4Q to 19,3 mld CZK vs. 18,4 mld CZK w 4Q'08 przy oczekiwanym podobnym poziomie produkcji).

**Oczekiwany wzrost długu netto**

W 3Q'09 CEZ zgodnie z naszymi oczekiwaniami zwiększył zadłużenie netto o 19,8 mld CZK do poziomu 99,4 mld CZK, co miało związek z finalizacją zakupu udziałów mniejszościowych w zależnych spółkach rumuńskich (około 6 mld CZK), wypłatą dywidendy (26,9 mld CZK) oraz wysokimi nakładami inwestycyjnymi (12 mld CZK). Tych pozycji nie był w stanie zrównoważyć cash flow z działalności operacyjnej, który sięgnął 21 mld CZK. W 4Q oczekujemy dalszego zwiększenia zadłużenia ze względu na oczekiwany wpływ gotówki na zakup pozostałej resztkowej w dystrybucyjnej spółce w Rumunii (145 mln EUR) oraz możliwą finalizację przejęcia spółki Praska Teplarenska (według naszych szacunków około 9,5 mld CZK). Ostatecznie wg. naszych prognoz dług netto na koniec roku powinien sięgnąć około 120 mld CZK.

**Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy CEZ wg. segmentów**

<b>(mln PLN)</b>	<b>I kw. 08</b>	<b>II kw. 08</b>	<b>III kw. 08</b>	<b>IV kw. 08</b>	<b>I kw. 09</b>	<b>II kw. 09</b>	<b>III kw. 09</b>
<b>Przychody</b>	<b>48 605</b>	<b>41 816</b>	<b>41 400</b>	<b>49 817</b>	<b>53 303</b>	<b>42 312</b>	<b>42 986</b>
<b>EBITDA</b>	<b>27 246</b>	<b>21 307</b>	<b>21 150</b>	<b>18 392</b>	<b>30 227</b>	<b>21 600</b>	<b>19 181</b>
<b>EBIT</b>	<b>21 721</b>	<b>16 026</b>	<b>16 338</b>	<b>11 963</b>	<b>24 797</b>	<b>16 059</b>	<b>13 631</b>
produkcja	17 487	12 137	11 475	7 758	19 924	11 787	9 717
dystrybucja	1 795	2 067	2 490	3 233	2 515	2 390	2 056
wydobycie	1 014	1 008	849	722	1 198	975	840
pozostałe	1 263	976	639	252	1 159	908	1 018
Koszty finansowe netto	-1 717	898	-552	-3 800	-817	-94	1 334
<b>Zysk brutto</b>	<b>19 843</b>	<b>16 924</b>	<b>15 786</b>	<b>8 163</b>	<b>23 980</b>	<b>15 965</b>	<b>14 965</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>15 515</b>	<b>13 068</b>	<b>12 302</b>	<b>5 625</b>	<b>19 091</b>	<b>12 550</b>	<b>12 080</b>
<b>Produkcja energii GWh</b>	<b>18 979</b>	<b>16 090</b>	<b>16 112</b>	<b>16 414</b>	<b>18 506</b>	<b>14 657</b>	<b>14 673</b>
<b>Sprzedaż energii GWh</b>	<b>21 185</b>	<b>17 515</b>	<b>17 533</b>	<b>18 314</b>	<b>20 623</b>	<b>16 092</b>	<b>16 007</b>
<b>Dystrybucja energii GWh</b>	<b>14 200</b>	<b>11 900</b>	<b>11 600</b>	<b>13 300</b>	<b>13 700</b>	<b>10 600</b>	<b>10 500</b>
<b>Sprzedaż węgla (zewnętrzna) w tys. ton</b>	<b>1 460</b>	<b>1 339</b>	<b>1 206</b>	<b>1 595</b>	<b>1 400</b>	<b>1 400</b>	<b>1 100</b>
<b>Kurs EUR/CZK</b>	<b>25,55</b>	<b>24,81</b>	<b>24,09</b>	<b>25,38</b>	<b>27,58</b>	<b>26,62</b>	<b>25,60</b>
<b>Cena energii EUR/MWh*</b>	<b>62,5</b>	<b>70,6</b>	<b>81,3</b>	<b>62,0</b>	<b>49,2</b>	<b>52,5</b>	<b>49,2</b>

\*notowania kontraktów rocznych na energię elektryczną w Niemczech na EEX

Źródło: CEZ, szacunki DI BRE

**Perspektywa 2010 roku**

Na podstawie prezentacji Spółki szacujemy, że obecnie CEZ ma na 2010 rok zabezpieczoną sprzedaż 43 TWh po średniej cenie około 55 EUR/MWh, co jest bliskie naszych założeń z ostatniego raportu (55,2 EUR/MWh). Przypominamy, że średni poziom zabezpieczeń w tym roku wynosił około 62 EUR/MWh, rozliczanych dodatkowo po wyższym kursie EUR/CZK. W tym kontekście utrzymanie przyszłorocznego wyniku na zbliżonym poziomie do 2009 roku będzie sporym wyzwaniem i spadek średniej efektywnej ceny sprzedaży może być trudno zneutralizować planowanym zwiększeniem produkcji r/r o 2 TWh (w tym 1,2 TWh w elektrowniach jądrowych). Pewnym pozytywnym buforem dla rentowności może być co prawda uruchomienie pierwszej farmy wiatrowej w Rumunii, ale ten projekt uwzględniamy już w naszych prognozach. Według naszych szacunków skonsolidowana EBITDA spadnie w przyszłym roku o 2,9%, co w kontekście rosnącego długu netto pogorszy wskaźnik EV/EBITDA Spółki na tle innych porównywalnych spółek.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

**Departament Analiz:**

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

**Analitycy:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.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 księgową

**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 księgową) - 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

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 *DI BRE Banku S.A.* uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. *DI BRE Banku S.A.* 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

*DI BRE Banku 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 *DI BRE Banku S.A.* świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

*DI BRE Banku*, 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 *DI BRE Banku S.A.*

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

*DI BRE Banku S.A.* pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

*DI BRE Banku S.A.* otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Ergoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy *DI BRE* było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 *DI BRE Banku S.A.* upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**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.