

czwartek, 20 lutego 2020 | aktualizacja raportu

CEZ: kupuj (podtrzymana)

CEZ CP; CEZP.PR | Energetyka, Czechy

Czas domknąć lukę do grupy porównawczej

Od początku 2019 r. europejskie spółki użyteczności publicznej wzrosły już ponad 50%, podczas gdy całkowity zwrot z akcji CEZ w tym okresie oscyluje wokół zera. W tym samym czasie sektorowy wskaźnik EV/EBITDA 12M FWD wzrósł z 7,2x do 8,7x, co implikuje już 20% dyskonto w waluacji czeskiego koncernu. Oczywiście Spółka ma swoje słabe strony w kontekście kryteriów ESG, ale warto zwrócić uwagę, że emisyjność floty wciąż jest znacznie niższa od średniej (dodatnia korelacja rentowności z CO₂), temat dekarbonizacji aktywów został zaadresowany, a udział bezpiecznych/czystych biznesów w EBITDA przekracza 50%. Dodatkowo oferowana stopa dywidendy znacznie przewyższa średnią dla indeksu Stoxx Utilities oraz stopę wolną od ryzyka i nie widzimy w średnim terminie zagrożeń dla utrzymania polityki w tym zakresie. Wsparciem dla sentymentu może być też intensyfikacja rozwoju OZE, zasilana środkami z funduszu modernizacyjnego. W tym kontekście podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj, korygując nieznacznie cenę docelową do 592,91 CZK (obniżona ścieżka cen energii i surowców vs wzrost wyceny porównawczej).

Mocne wyniki na horyzoncie

W tym roku CEZ powinien kontynuować wzrost EBITDA za sprawą wyższych zabezpieczonych cen energii oraz zwiększonych wolumenów w generacji. W 2021 roku ten trend zostanie zaburzony przez oczekiwany spadek WACC w dystrybucji, wyłączenie mocy węglowych oraz niższy CDS (rosnące koszty CO₂). Częściowo będzie to kompensowane przez zapowiadany rozwój obszaru ESCO, który wg naszych założeń w 2025 roku może dokładać już nawet 3,6 mld CZK na linii EBITDA. Dodatkowym katalizatorem, którego nie uwzględniamy w modelu mogą być wyższa produkcja w el. atomowych i rozbudowa floty PV, a także zapowiadane inicjatywy efektywnościowe.

Perspektywy dla dywidendy niezagrożone

W najbliższych 5 latach zakładamy średnie nakłady inwestycyjne na poziomie 34 mld CZK rocznie (od 2022 roku 15% powyżej oficjalnego planu Zarządu). W zestawieniu z mocnymi wynikami na linii EBITDA, taki scenariusz wciąż implikuje średni FCF/EV yield na poziomie 5%. Oznacza to, że w średnim terminie Spółka utrzyma bilansową zdolność do realizacji szczodrej polityki dywidendowej. Średnioroczny Dyield w latach 2020-22 powinien być bliski 6%, bez przekraczania 2,6x DN/EBITDA. Pasuje się to 3 punkty procentowe powyżej sektorowej średniej i o ponad 5 punktów procentowych powyżej rentowności 10Y czeskich obligacji rządowych.

Profil biznesowy nie zasługuje na dyskonto

Głównymi „zarzutami” rynkowym wobec CEZ są wciąż duży udział węgla, mała ekspozycja na OZE i projekt atomowy. Tymczasem zwracamy uwagę, że Spółka zaadresowała już temat dekarbonizacji floty (do 2030 roku spadek generacji węglowej z 41% poniżej 30%, przy zamknięciu połowy mocy), dystrybucja i obrót generują ponad 40% EBITDA, a obszar OZE może zyskać drugie życie na fali środków funduszu modernizacyjnego. Dodatkowo rentowność koncernu jest dodatnio skorelowana z notowaniami CO₂.

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	205 092	184 486	205 752	229 058	231 603
EBITDA	55 155	49 664	57 287	63 680	58 827
marża EBITDA	26,9%	26,9%	27,8%	27,8%	25,4%
EBIT	25 620	19 759	27 101	33 219	28 660
Zysk netto	18 765	10 327	16 099	20 812	16 197
P/E	14,4	26,2	16,8	13,0	16,7
P/CE	5,6	6,7	5,8	5,3	5,8
P/BV	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	7,6	8,6	7,5	6,6	7,2
DPS	33,0	32,7	24,0	28,8	34,8
DYield	6,5%	6,5%	4,8%	5,7%	6,9%

Cena bieżąca	503,00 CZK
Cena docelowa	592,91 CZK
Kapitalizacja	270,6 mld CZK
Free float	81,8 mld CZK
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	204,21 mln CZK

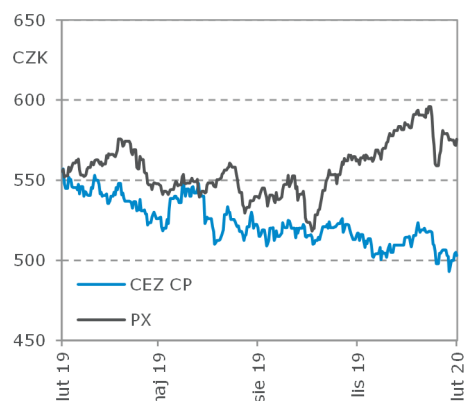
Struktura akcjonariatu

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

Profil spółki

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



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CEZ	592,91	597,80	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CEZ	503,00	592,91	+17,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA	-2,3%	+1,7%	-7,3%
Zysk netto	-10,7%	+0,2%	-21,4%
Energia (EUR/MWh)	+0,4%	-14,7%	-13,2%
EUR/CZK	-0,0%	-1,8%	-1,8%
CO ₂ (EUR/t)	+5,0%	+0,0%	+0,0%

Analitik:

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

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. 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/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, 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 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, 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 lutego 2020 o godzinie 08:31.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 lutego 2020 o godzinie 08:31.

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 świadczył, 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 Biurze maklerskim mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branż 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) – wyliczona 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	trzymaj	trzymaj
data wydania	05.12.2019	25.06.2019	02.04.2019	04.02.2019
cena docelowa (CZK)	597,80	597,80	565,50	537,80
kurs z dnia rekomendacji	502,00	544,00	540,50	568,00

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 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 Poniatowski
+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