



analityk: Kamil Hajdamowicz

data sporządzenia: 11.05.2017 r.

| | | | | | |
|------------|------------------------|------------|-----------------------------------|-----|------|
| Cena akcji | Kapitalizacja (mln zł) | Free float | Wartość dzienna obrotów (tys. zł) | P/E | P/BV |
| 3,46 | 6 063,8 | 34,9% | 12 124,1 | 8,9 | 0,36 |

Tauron Polska Energia jest liderem w zakresie dystrybucji i sprzedaży detalicznej energii elektrycznej. Spółka jest drugim producentem energii elektrycznej w Polsce. Działalność grupy obejmuje wszystkie ogniwa energetycznego łańcucha wartości. EKD: 35.14

| Wyniki kwartalne (mln zł) | Q1'17 | Q1'17-prognoza | różnica | Q1'16 | Q2'16 | Q3'16 | Q4'16 | Q1'17 |
|-----------------------------------|--------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody | 4590,0 | 4774,0 | -184,0 | 4647,0 | 4296,0 | 4181,0 | 4522,0 | 4590,0 |
| dynamika r/r | | | | -3,0% | -3,8% | -4,5% | -2,3% | -1,2% |
| EBIDTA | 1185,0 | 908,0 | 277,0 | 873,0 | 780,0 | 804,0 | 879,0 | 1185,0 |
| marża EBITDA | 25,8% | 19,0% | | 18,8% | 18,2% | 19,2% | 19,4% | 25,8% |
| EBITDA Segmenty (wybrane): | | | | | | | | |
| Dystrybucja | 607,0 | 600,0 | 7,0 | 543,0 | 604,0 | 562,0 | 685,0 | 607,0 |
| Wytwarzanie | 191,0 | 176,0 | 15,0 | 191,0 | 163,0 | 93,0 | 98,0 | 191,0 |
| Sprzedaż | 380,0 | 140,0 | 240,0 | 167,0 | 113,0 | 117,0 | 93,0 | 380,0 |
| Wydobycie | -29,0 | -10,0 | -19,0 | -65,0 | -104,0 | 33,0 | 55,0 | -29,0 |
| EBIT | 774,0 | 477,0 | 297,0 | 456,0 | -322,0 | 389,0 | 279,0 | 774,0 |
| marża EBIT | 16,9% | 10,0% | | 9,8% | -7,5% | 9,3% | 6,2% | 16,9% |
| Zysk netto | 641,0 | 328,0 | 313,0 | 324,0 | -319,0 | 271,0 | 91,0 | 641,0 |
| marża netto | 14,0% | 6,9% | 7% | 7,0% | -7,4% | 6,5% | 2,0% | 14,0% |

Komentarz do wyników

Opublikowane przez spółkę w dniu wczorajszym wyniki były w niemal 100% zgodne ze wstępnie ogłoszonymi rezultatami. Przychody osiągnięte w I kwartale bieżącego roku wyniosły 4589,5 mln PLN, co oznacza 1,2% spadek rok do roku i rezultat nieco słabszy od wcześniejszych oczekiwań. W I kwartale 2017 r. obszar wytwarzania wyprodukował 4,89 TWh energii elektrycznej, tj. o 13,5 proc. więcej w stosunku do ubiegłego roku (4,31 TWh). Produkcja węgla handlowego była wyższa o 25 proc. w porównaniu do analogicznego okresu 2016 r. i wyniosła 1,51 mln ton. Sprzedaż węgla kamiennego osiągnęła poziom 1,79 mln ton, na co wpłynęło również sprzedaż 276 tys. ton zapasu tego surowca.

Wygenerowana EBITDA wyniosła 1 185 mln PLN, wobec oczekiwań na poziomie 908 mln PLN. Jest to częściowo wynik rozwiązania rezerw związanych z przedsięwzięciem w Stalowej Woli w kwocie 190 mln PLN, która wsparła wyniki segmentu sprzedaży. EBITDA porównywalna wyniosła 995 mln PLN, co również jest wynikiem dużo lepszym od oczekiwań rynkowych i implikuje wzrost 13,9% rok do roku wg danych porównywalnych.

Segment Dystrybucja. Duża część wyniku była wygenerowana przez segment Dystrybucja, która wygenerowała 607 mln PLN zysku EBITDA, wobec oczekiwań na poziomie 600 mln PLN. Jest to wynik o 64 mln PLN lepszy rok do roku. Na wynik segmentu pozytywnie wpłynął wzrost zatwierdzonej taryfy o 7,2 PLN/MWh oraz wyższy wolumen sprzedaży usług dystrybucji energii o 572GWh, głównie w przemyśle w korelacji do PKB

Segment wytwarzanie. EBITDA segmentu wytwarzanie wyniosła w 1Q'17 191 mln PLN, co jest wynikiem porównywalnym rok do roku, niemniej dużo lepszym od oczekiwań rynkowych. Na wynik segmentu wpłynęła dużo wyższa produkcja energii elektrycznej i ciepła, jak również rozliczenie darmowych 1,7 mln certyfikatów CO2 przesuniętych z roku 2016, co obciążało wyniki 4Q'16.

Segment obrotu. EBITDA segmentu wyniosła 380 mln PLN. Na wynik segmentu wpłynął większy wolumen sprzedaży energii, niższe ceny zielonych certyfikatów (+60 mln) oraz wspomniane już rozwiązanie rezerwy dotyczącej projektu budowy bloku gazowo-parowego w Stalowej Woli.

Segment wydobywania. EBITDA segmentu wyniosła -29 mln PLN, z uwagi na spadek wydobywania o 0,5 mln ton kwartał do kwartału, co jest efektem przezbrajania ścian. Rok do roku widać jednak zauważalną poprawę w segmencie.

Zysk netto osiągnął wartość 641 mln PLN, wobec oczekiwań na dużo niższym poziomie 328 mln PLN. Na wynik wpłynęły jednak zdarzenia jednorazowe.

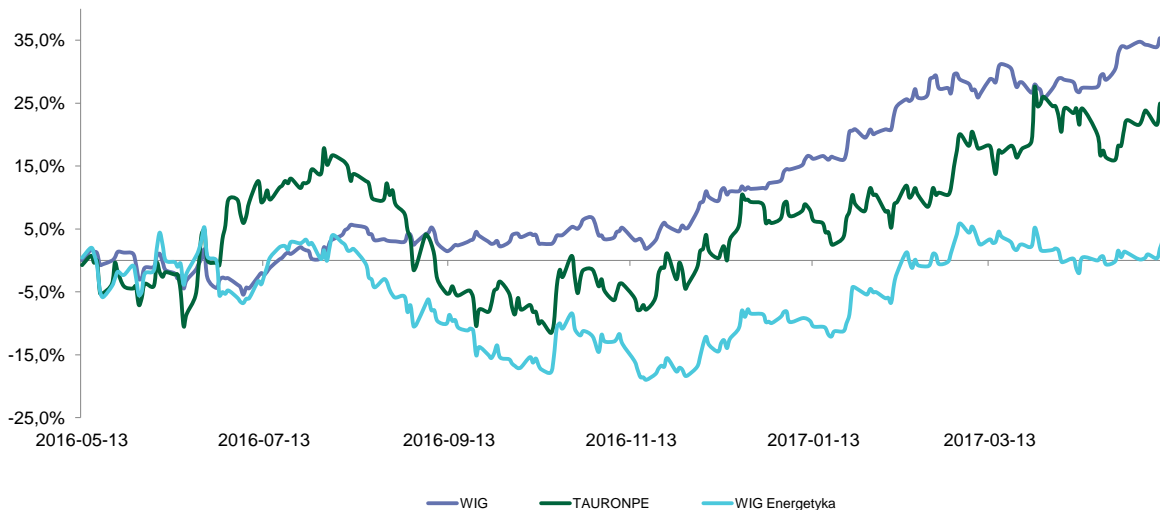


TAURON PE

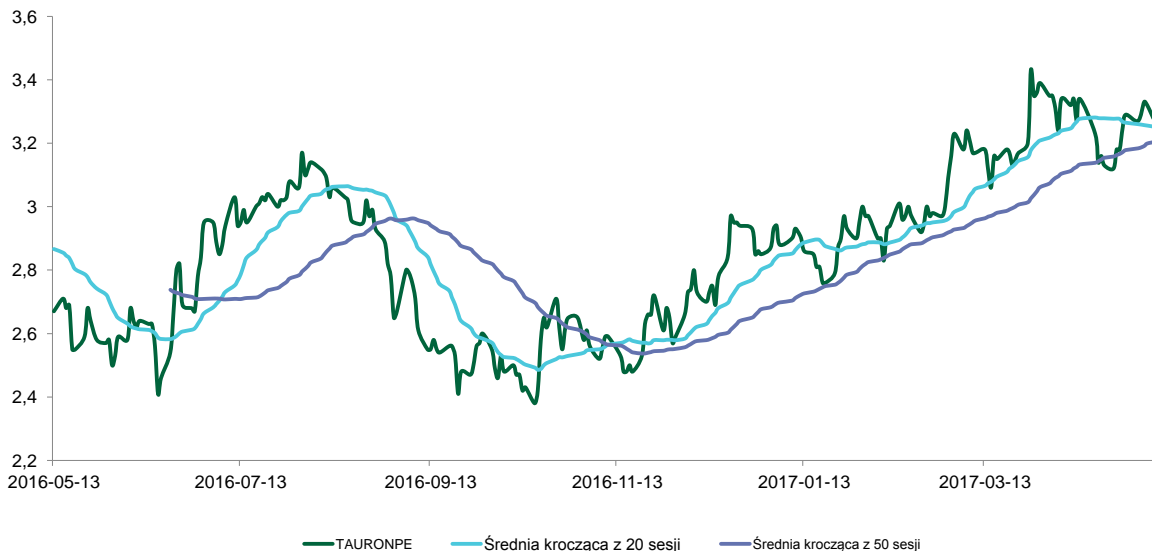
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Wyniki osiągnięte przez spółkę w I kwartale oceniamy bardzo dobrze. Reakcja inwestorów giełdowych na opublikowane wyniki również jest sprzyjająca. Pozytywnie w świetle opublikowanych wyników oceniamy perspektywy segmentu wytwarzania (duży wzrost wolumenów produkcji) oraz wydobywania (wynik za I kwartał był efektem zdarzeń jednorazowych, spółka deklaruje, że wynik segmentu za cały 2017 rok będzie pozytywny, co jest w naszej ocenie realistyczną prognozą). **Również segment dystrybucji ma szanse generować w dalszym ciągu dobre wyniki**, chociaż świetny rezultat I kwartału był w części spowodowany bardzo sprzyjającymi efektami pogodowymi (chłodna zima). Jednakże **duża część wyniku była pochodną sprzyjających warunków gospodarczych**, w tym wysokiej dynamiki produkcji przemysłowej oraz popytu na energię ze strony małych i średnich przedsiębiorstw (gdzie transfer do tego segmentu z uwagi na użyte sieci przesyłowe generował niskie straty w przesłanej energii). W kolejnych kwartałach trudny do osiągnięcia będzie efekt jednorazowy w postaci zysku związanego z ceną zielonych certyfikatów. **Spółka dotychczas nie zakładała przekroczenia wskaźnika dług netto/EBITDA na poziomie 3,5x** (obecny poziom kowenantu). Obecny poziom wskaźnika wynosi 2,3, gdzie część zadłużenia nie jest ujęta (wyemitowane zadłużenie w obligacjach hybrydowych). Spółka jako ryzyko wskazała utrzymanie w celu URE wskaźników jakościowych SAIDI/SAIFI, co częściowo może być spowodowane trudnymi do przewidzenia czynnikami jakościowymi. Spełnienie rekomendacji BAT może być uzależnione od wejścia w życie rynku mocy, który jest w tym kontekście dużą szansą dla spółki. **Zalecamy utrzymanie spółki w portfelu inwestycyjnym.**

Tauron vs WIG



Notowania akcji 12M (PLN)





| Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego | telefon | adres email |
|-------------------------------------|---------------------|--|
| Michał Krajczewski, CFA | 22 507 52 91 | michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl |
| Kamil Hajdamowicz | 22 507 52 76 | kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl |
| Adam Anioł | 22 507 52 93 | adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl |

| Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno | telefon | adres email |
|---------------------------------|--------------|--|
| Damian Zemlik | 22 507 52 72 | damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl |
| Paulina Rudolf | 22 507 52 73 | paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl |
| Grzegorz Leszek | 22 566 97 07 | grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl |
| Monika Dudek | 22 566 97 05 | monika.dudek@bgzbnpparibas.pl |
| Przemysław Borycki | 22 566 97 04 | przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl |
| Sławomir Orzechowski | 22 566 97 06 | s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl |

| Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego | telefon | adres email |
|--------------------------------------|--------------|--|
| Marek Jaczewski | 22 566 97 23 | marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl |

Internetowe serwisy transakcyjne

bmgz.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmgz

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf