



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Tauron - 2Q'18



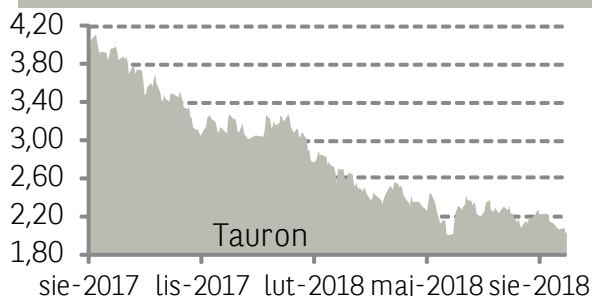
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	2,03
Kapitalizacja (mln zł)	3 557,7
Free float	59,5%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	14,0
P/E	3,8
EV/EBITDA	4,07

Notowania spółki



WYNIKI 2Q18

PLNm	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	r/r	LTM-1	LTM	r/r	Kons.	vKons.
Przychody	4 164	4 116	4 545	4 826	4 377	5,1%	17 561	17 863	1,7%	4 505	-2,8%
EBITDA	930	783	722	1 292	902	-3,0%	3 832	3 699	-3,5%	823	9,6%
Wydobycie	25	-37	-41	10	-76	-	84	-144	-	-	-
Wytwarzanie	116	80	78	465	126	8,6%	498	749	50,4%	-	-
Dystrybucja	596	591	488	638	698	17,1%	2 450	2 415	-1,4%	-	-
Sprzedaż	165	146	150	178	149	-9,7%	755	623	-17,5%	-	-
EBITDA skor.	972	783	667	1 062	902	-7,2%	6 926	3 414	-50,7%	823	9,6%
EBIT	464	343	227	850	79	-83,0%	1 895	1 498	-20,9%	405	-80,5%
Zysk netto	364	188	188	636	-69	-	1 368	944	-31,0%	273	-
marża EBITDA	22,3%	19,0%	15,9%	26,8%	20,6%	-1,7pp	21,8%	20,7%	-5,1%	18,3%	2,3pp
marża EBIT	11,1%	8,3%	5,0%	17,6%	1,8%	-9,3pp	10,8%	8,4%	-22,3%	9,0%	-7,2pp
marża netto	8,7%	4,6%	4,1%	13,2%	-1,6%	-	7,8%	5,3%	-32,2%	6,1%	-
DN/EBITDA	2,43	2,41	2,55	2,63	2,53	0,11	2,43	2,53	4,5%	-	-
12M P/E	4,6	5,1	3,9	3,1	3,8	-	-	3,8	3,8	2,8	1,0
12M EV/EBITDA	-0,8	-0,7	-1,1	-1,5	-1,6	-	-	-1,6	-1,6	-1,6	0,0
Produkcja węgla [mln ton]	1,81	1,36	1,77	1,42	1,10	-39,2%	7,2	5,7	-21,6%	-	-
Produkcja energii [TWh]	4,56	4,57	4,38	3,94	3,62	-20,6%	17,8	16,5	-7,3%	-	-
Wytwarzanie ciepła [PJ]	1,80	0,82	4,28	5,68	1,05	-41,7%	12,2	11,8	-3,0%	-	-
Dystrybucja [TWh]	12,40	12,61	13,06	13,42	12,59	1,5%	50,6	51,7	2,1%	-	-
Sprzedaż detaliczna energii [TWh]	8,08	8,35	9,39	9,28	7,93	-1,9%	33,7	35,0	3,8%	-	-

*Notowania na koniec sesji 22 sierpnia 2018 (2Q'18) oraz na koniec odpowiedniego kwartału.

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wczoraj po sesji Tauron opublikował finalny raport finansowy za 2Q'18. **Ostateczne wyniki okazały się być zgodne z wcześniejszymi szacunkami.**

Wyniki zgodne ze wstępnymi szacunkami, które były nieco powyżej rynkowych oczekiwań

- **PRZYCHODY:** W drugim kwartale 2018 roku Tauron wypracował 4 377 mln PLN przychodów, a pozytywnie na dynamikę sprzedaży wpływał segment Dystrybucji (+2,4%) oraz Sprzedaży (+3,3%) z uwagi na realizowane wolumeny. Z drugiej strony spadek produkcji węgla oraz energii elektrycznej obniżyły przychody segmentów Wydobywania i Wytwarzania.
- **EBITDA:** Wynik operacyjny powiększony o amortyzację wg wstępnych szacunków był o 9,8% powyżej oczekiwań rynku, za co głównie odpowiadał silny wynik w Dystrybucji. W podziale na segmenty:

Umiarkowany wzrost przychodów



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA

Biurowo Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



- Wydobycie kolejny kwartał z rzędu notuje słabe wyniki z powodu trudnych warunków geologicznych i prowadzony prac przezbrojeniowych ścian wydobywczych, co tylko częściowo zostało zniwelowane wyższymi cenami węgla.
- Wytwarzanie pomimo wyraźnego spadku wolumenu produkcji, spółka zanotowała niższe r/r koszty CO2 (rozliczenie kupionych po niskich cenach certyfikatów w 2017 r.) oraz wyższe przychody z tytułu operacyjnej rezerwy mocy.
- Dystrybucja przy stabilnym wzroście wolumenu, bardzo mocny wynik EBITDA był pochodną zarówno niższych kosztów strat sieciowych oraz spadku kosztów stałych.
- Sprzedaż zanotowała spadek EBITDA o prawie 10% r/r. Pomimo niższych kosztów związanych z umorzeniem praw majątkowych, rosnące koszty zakupu energii elektrycznej oraz wyższa rezerwa na Elektrociepłownię w Stalowej Woli negatywnie wpływały na wyniki.
- **ZYSK NETTO:** Istotny wpływ na wyniki Grupy miało utworzenie odpisów z tytułu utraty wartości aktywów trwałych oraz utraty wartości firmy w Segmencie Wydobycie w wysokości 733 mln zł, a także odwrócenie wcześniej utworzonych odpisów w Segmencie Wytwarzanie w wysokości 345 mln zł. W konsekwencji nadwyżka odpisów tworzonych nad odwróconymi wyniosła 388 mln zł, a łączny wpływ na obniżenie skonsolidowanego zysku netto wyniósł 303 mln zł.

Wydobycie pod presją niskich wolumenów

Bardzo silny wynik Dystrybucji oraz Wytwarzania

Rosnące koszty energii wpływają na segment Sprzedaży

Zysk netto pod wpływem dokonanych odpisów

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji:

- Segment Wydobycie: oczekiwana jest pewna poprawa wolumenu w II półroczu, jednak w całym 2018 r. będą one niższe r/r. Spółka realizuje program zwiększenia wydajności, jednak jego efekty (czyli powrót do wydobycia powyżej 7 mln ton) będą realizowane dopiero w kilkuletniej perspektywie. Oznacza to, iż segment może notować stratę na poziomie EBITDA w kolejnych kwartałach. Strata ta ma zmniejszać się w latach 2019 i 2020, jednak wyzwaniem może być osiągnięcie w tym horyzoncie dodatniego wyniku.
- Segment Wytwarzanie: spółka podtrzymuje strategię optymalizacji marży, Zarząd nie podjął jeszcze decyzji czy w 2019 r. cel ten będzie osiągany w podobny sposób jak w roku bieżącym czyli poprzez zwiększenie przychodów z ORM. Jest to natomiast możliwe biorąc pod uwagę niższą dostępność węgla własnej produkcji oraz nieco przedłużoną perspektywę stałego odstawienia starych bloków 120 MW (do roku 2020).
- Segment Dystrybucja: większa część z niższych kosztów stałych w 1H'18 jest trwałą tendencją, mniejsza część to przesunięcie pewnych kosztów/wydatków na 2H'18. Zarząd oczekuje jednak wolniejszego tempa wzrostu wyników w ujęciu r/r w II półroczu. Wynik EBITDA ma być w całym 2018 r. wyższy r/r.
- Segment Sprzedaży: Zarząd prowadzi analizy dotyczące potencjalnego wniosku i jego skali dot. Taryfy G na 2019 r., przy czym za wcześniej jest jeszcze na podjęcie decyzji (będzie to dokonane jesienią). Zarząd twierdzi, iż tegoroczną sprzedaż ma w większości zabezpieczoną.
- Programy efektywnościowe i Inicjatywy Strategiczne: poziom dodatkowej EBITDA liczony jest nie od raportowanego wyniku, tylko od wyniku teoretycznego, w przypadku gdyby takich programów nie było.
- Spółka nie zawiązuje rezerw na spory z farmami wiatrowymi. Są one wykazywane w raporcie w zobowiązaniach warunkowych, ponieważ Zarząd posiada analizy prawne wskazujące na niższe niż 50% prawdopodobieństwo niekorzystnych wyroków.

Niski wolumen będzie ciążył na wynikach Wydobycia w kolejnych okresach

Utrzymanie strategii w segmencie Wytwarzania

Oczekiwane są stabilne wyniki Dystrybucji

Spółka intensyfikuje programy efektywnościowe i inicjatywy strategiczne





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.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 księgowa) - 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
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

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLERSKIE

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby Klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ 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 (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

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 BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji 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