



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Tauron – 2Q'20

2020-08-20 16:47



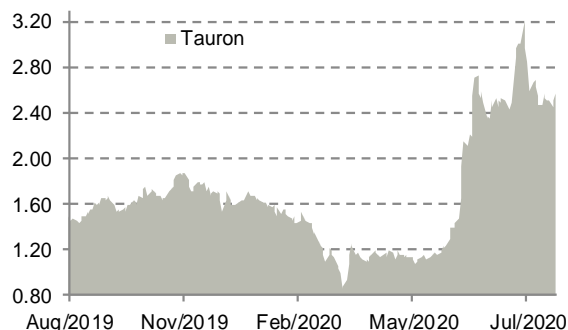
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	2.49
Kapitalizacja (mln zł)	4,370.9
Free float	59.5%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	24.8
P/E	--
EV/E BITDA	5.90

Notowania spółki



WYNIKI 2Q20

PLNm	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	r/r	Kons.	vKons.
Przychody	5 085	4 862	5 251	5 468	4 719	-7,2%	4 620	2,1%
EBITDA	996	808	583	957	1 450	45,6%	1 223	18,6%
Wydobycie	-99	-119	-238	-36	43	-		
Wytwarzanie	152	126	319	191	71	-53,3%		
Dystrybucja	656	663	606	684	1 005	53,2%		
Sprzedaż	258	110	-105	182	220	-14,7%		
EBITDA skor.	945	758	649	1 036	870	-7,9%	1 223	-28,9%
EBIT	261	330	-1 023	474	-112	-	741	-
Zysk netto	142	188	-865	162	-478	-	531	-
marża EBITDA	19,6%	16,6%	11,1%	17,5%	30,7%	11,1pp	26,5%	4,3pp
marża EBIT	5,1%	6,8%	-19,5%	8,7%	-2,4%	-	16,0%	-
marża netto	2,8%	3,9%	-16,5%	3,0%	-10,1%	-	11,5%	-
DNE/EBITDA	3,24	3,40	4,17	4,48	3,68	43,8pp		
12M P/E	3,3	3,0	-4,8	-5,5	-4,2			
12M EV/EBITDA	-2,5	-2,7	-3,3	-3,9	-2,6			
Produkcja węgla [mln ton]	0,99	0,69	0,84	1,18	1,30	31,3%		
Produkcja energii (TWh)	3,33	3,26	3,46	3,21	2,66	-20,1%		
Wytwarzanie ciepła (PJ)	1,73	0,73	3,71	4,96	1,66	-4,0%		
Dystrybucja (TWh)	12,54	12,66	12,99	13,25	11,35	-9,5%		
Sprzedaż detaliczna energii [TWh]	8,10	8,00	8,70	8,86	7,13	-12,0%		

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Rezultaty 2Q20 były zgodne z wcześniej publikowanymi szacunkami. Choć raportowane wyniki były nominalnie dobre, to zwracamy uwagę na kilka czynników jednorazowych, które wpłynęły na ich podwyższenie. Dla perspektyw Tauronu w najbliższych miesiącach ważniejsza będzie jednak restrukturyzacja krajowego sektora energetycznego, której to Tauron będzie naszym zdaniem głównym beneficjentem. Podtrzymujemy zatem naszą pozytywną opinię o Spółce.

Wyniki 2Q zgodne ze wstępnymi, dla spółki najważniejsza jednak perspektywa zmian w sektorze energetycznym



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autor: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl
www.bnpparibas.pl



W 2Q'20 przychody Tauronu sięgnęły 4,6 mld PLN (+9,0%), a ich wzrost był pochodną głównie wyższych cen prądu oraz taryfy dystrybucyjnej, które nadrobiły spadek wolumenów w dystrybucji, produkcji i sprzedaży energii elektrycznej. Raportowana EBITDA była na poziomie 1,45 mld PLN (+46% r/r), przy czym głównym zdarzeniem mającym pozytywny wpływ w ujęciu r/r było rozwiązanie rezerwy pracowniczej na ekwiwalent za energię elektryczną (+533 mln zł wpływu). Dodatkowo w II kwartale spółka otrzymała 44 mln zł dofinansowania z tytułu tarczy antykryzysowej.

EBITDA raportowana pod wpływem rozwiązanych rezerw

Wyniki wg segmentów:

- Dystrybucja: wzrost EBITDA o 53% r/r z uwagi na uwzględnienie w tym segmencie większości rozwiązanej rezerwy; wzrost taryfy w 2Q prawie w całości zrekompensował spadek wolumenów (-9,5% r/r), jednak koszt strat sieciowych był o 35 mln zł wyższy r/r. Wg zarządu negatywny wpływ COVID-19 na wynik segmentu to -66 mln zł.
- OZE: jest to nowy segment rozpoznawany przez spółkę po ubiegłorocznej transakcji przejścia farm wiatrowych – dzięki niej spółka zwiększyła w tym obszarze produkcję o 44%, a wzrost EBITDA wyniósł +32,3% r/r do 164 mln zł. Pomimo spadku cen energii, pozytywnie na wyniki wpływał wzrost cen praw majątkowych.
- Wytwarzanie: w obszarze produkcji konwencjonalnej spółka odnotowała 22,4% spadek wolumenu, ale na wyniki wpływała ponadto niższa marża na generacji z powodu wyższych cen certyfikatów CO2. EBITDA spadła do 28 mln zł (-59,4% r/r).
- Sprzedaż: głównym czynnikiem spadku wyniku EBITDA do 208 mln zł (-16,2% r/r) były wyższe koszty związane z umorzeniem praw majątkowych. Wynik spadł nawet pomimo wykazywania w tym segmencie dodatkowej marży związanej z odkupem energii dla elektrowni Jaworzno (+226 mln zł w 1H – w związku z opóźnieniem inwestycji spółka kupuje na rynku energię, która była już zakontraktowana pod produkcję z nowego bloku). Wg spółki negatywny wpływ COVID-19 na wynik segmentu to -51 mln zł.
- Wydobywanie: segment wykazał pierwszy od dłuższego czasu zysk EBITDA (+43 mln zł vs -99 mln zł przed rokiem), co wynikało jednak ze specyfiki księgowej – przy wysokim wolumenie wydobywania w II kwartale ale niskiej sprzedaży, spółka kapitalizuje koszty wydobytego, ale niesprzedanego węgla w zapasach (+85 mln zł różnicy r/r). Przy planach zwiększenia sprzedaży w 2H'20, koszty zostaną rozpoznane w RZIS. Ponadto wynik segmentu wsparty był 32 mln zł dofinansowania z tarczy antykryzysowej.
- Tauron Ciepło (działalność zaniechania): z uwagi na negocjacje ws. sprzedaży segmentu ciepłowniczego, został on przesunięty do osobnego segmentu. Wypracował on 16 mln zł EBITDA (-50% r/r), na co główny wpływ miał wzrost cen CO2.

Na poziomie netto Tauron odnotował 478,6 mln zł straty na co znaczący wpływ miały odpisy z tytułu utraty wartości aktywów w segmencie Wydobywanie i Wytwarzanie w wysokości 227 mln zł, co wpłynęło na obniżenie wyniku netto o 184 mln zł oraz odpis wynikający z reklasyfikacji aktywów Tauron Ciepło jako aktywów przeznaczonych do sprzedaży (806 mln zł). Pod względem przepływów operacyjnych cash flow wyniósł 1,78 mld zł wobec 1,2 mld zł przed rokiem. Cash flow inwestycyjny wzrósł z 0,84 do 1,03 mld PLN. Wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł na koniec czerwca 2,66x wobec 2,81 na koniec grudnia 2019 r.

Wynik netto pod wpływem odpisów z tytułu utraty wartości aktywów

Pozostałe kwestie przedstawione w trakcie konferencji wynikowej:

- Spółka podtrzymuje termin oddania do użytku elektrowni w Jaworznie (15.11), także blok gazowy w Stalowej Woli jest już bliski ukończeniu.
- Sprzedaż Tauron Ciepło w przypadku powodzenia negocjacji z PGNiG możliwa jest na przełomie 2020 i 2021 r., zarząd nie podał jednak szczegółów odnośnie ceny.
- W segmencie wydobywania oczekiwany jest powrót do generowania strat EBITDA w kolejnych kwartałach, przy czym w całym roku strata ma być mniejsza niż w 2019 r. Zarząd czeka na ustalenia polityczne ws. polityki energetycznej i reformy górnictwa i będzie podążał za wypracowanym modelem.
- Wg. prezesa zmiana modelu naliczania taryfy dystrybucyjnej jest możliwa raczej po 2021 r.

Spółka oczekuje na plany reformy sektora górnictwa i energetycznego w Polsce



KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	adam.aniol1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórznego	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokolowski	22 578 57 68	maciej.sokolowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl
Adrian Cieślak	22 578 57 69	adrian.cieslak@bnpparibas.pl

Zespół Projektów	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bnpparibas.pl
Ewa Dróżdż	22 368 92 50	ewa.drozd@bnpparibas.pl
Damian Sieńko	--	damian.sienko@bnpparibas.pl
Beata Skórka-Bydgoska	--	beata.skora-bydgoska@bnpparibas.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 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
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





NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BNP Paribas S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18 (dalej: BM) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 Lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM.

Raport jest udostępniany klientom bezpłatnie, 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. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM. i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. BM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BM 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 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 w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia jego sporządzenia 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. jest zabronione.

BM 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 jest strata z inwestycji.

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.

Po między BM a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

O 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 BNP Paribas Bank Polska S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

W celu zapobiegania konfliktom w interesach dotyczącym sporządzania rekomendacji, BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczony usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania, jest przekazywana klientom BM poprzez pocztę elektroniczną oraz jest zamieszczona na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska SA. Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

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

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf