

3 marca 2010

Aktualizacja raportu

**Energetyka**

Czechy

Cena bieżąca	133,9 PLN (874 CZK)*
Cena docelowa	140,3 PLN (908 CZK)
Kapitalizacja	72 mld PLN (470 mld CZK)
Free float	21 mld PLN (138 mld CZK)
Średni dzienny obrót (3 mies.)	15,64 mln PLN

*kurs CZKPLN=0,1546

Struktura akcjonariatu

Republika Czeska - Min. Finansów	69,37%
Republika Czeska - Min. Pracy	0,41%
Akcje własne	0,89%

Pozostali	29,33%
-----------	--------

Prezentacja sektora

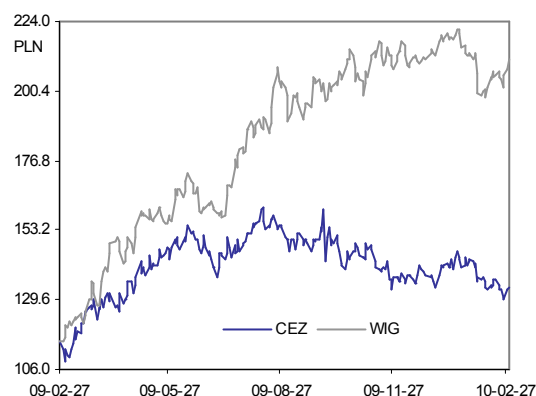
Europejskie spółki energetyczne w 2009 roku sprzedawały energię po rekordowych cenach zabezpieczonych jeszcze w latach 2007-08. Rok 2010 będzie pod tym względem znacznie gorszy, gdyż efektywne poziomy hedgingu są już istotnie niższe, a wolumeny i ceny spotowe nadal nie wykazują odbicia. Wiele wskazuje na to, że te tendencje mogą przesunąć się nawet na rok kolejny.

Profil spółki

CEZ jest największym producentem energii w Czechach (60,9 TWh i 73% rynku) i największym jej dostawcą (45% rynku). Posiada także aktywa produkcyjne w Bułgarii i Polsce oraz prowadzi działalność dystrybucyjną w Bułgarii (40% rynku) i Rumunii (18% rynku). Poprzez ostatnie akwizycje Spółka zbudowała ekspozycję także na rynek turecki.

Ważne daty

30.04- publikacja raportu za 2009 rok
11.05- publikacja raportu za 1Q'10

**Kamil Kliszcz**

(48 22) 697 47 06

kamil.klischcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

CEZ

CEZP.WA; CEZ.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Wyniki 4Q nie są benchmarkiem na 2010

Ważniejsze od zaprezentowanych przez CEZ wyników za 4Q'09, które okazały się zgodne z naszymi szacunkami, były dla inwestorów przedstawione przez Zarząd prognozy zysków na rok 2010. Oczekiwany przez Spółkę spadek EBITDA i zysku netto, choć nie odbiegał od naszych prognoz, to okazał się bardziej konserwatywny od szerokiego konsensusu, co zapewne wpłynie na utrzymanie się słabszego sentymentu do akcji CEZ w najbliższych tygodniach. W tym kontekście podtrzymujemy naszą opinię, iż ciekawszą alternatywą inwestycyjną dla czeskiego koncernu stanowią polskie firmy energetyczne, tym bardziej że na europejskim rynku energii nadal nie obserwujemy odwrócenia negatywnych tendencji. Utrzymujemy neutralną rekomendację, nie zmieniając ceny docelowej (140,3 PLN).

Wyniki 4Q'09- EBITDA zgodna z oczekiwaniami

W 4Q'09 CEZ wypracował ponad 20 mld CZK EBITDA, co jest kwotą zbliżoną do naszych oczekiwań. Struktura zysków odbiega jednak od prognoz, w szczególności jeśli chodzi o dystrybucję i produkcję energii. Wyższy o 3 mld CZK wynik wytwarzania to efekt wysokich przychodów z instrumentów pochodnych na poziomie 3,6 mld CZK (transakcje odnoszące się do działalności tradingowej). Rezultat segmentu został też wzmocniony przez 0,8 mld CZK wynikające z rozliczeń z CEZ Prodej (zwrot energii niesprzedanej klientom końcowym), ale na poziomie skonsolidowanym ta operacja była neutralna gdyż o tyle samo obniżony został wynik dystrybucji. Negatywne odchylenie na zysku netto to z kolei konsekwencja dokonanych odpisów goodwillu oraz przeszacowania swapów walutowych.

Prognoza Zarządu na 2010 rok

Zarząd CEZ przedstawił swoje prognozy wyników na rok 2010, w których spodziewa się EBITDA na poziomie 88,7 mld CZK, EBIT na poziomie 63,1 mld CZK oraz zysku netto 46,7 mld CZK. Jako czynnik ryzyka dla tych prognoz Spółka wymienia m.in. kwestię energii z elektrowni fotowoltaicznych, którą muszą kupować spółki sprzedające energię w Czechach. W taryfach uwzględniony został zakup 180 GWh, a CEZ przewiduje że na rynku może być tej energii odnawialnej o 175 GWh więcej, co mogłoby wygenerować dodatkowy koszt w spółkach dystrybucyjnych na poziomie 1-2 mld CZK. Na razie jednak nie jest to uwzględnione w przedstawionych szacunkach.

Utrzymanie negatywnych tendencji na giełdzie EEX

Kluczową kwestią dla zmiany sentymentu inwestorów do europejskiego sektora energetycznego pozostają tendencje cenowe na kluczowych giełdach energii. Tymczasem mimo ożywienia w przemyśle i odbudowy wolumenów konsumpcji prądu, ceny 1 MWh w kontraktach na kolejne lata nadal spadają. Obecnie futures na przyszły rok wyceniany jest na 47,6 EUR, co oznacza spadek w relacji do końca stycznia o 3,7%. Kontrakty na dostawy w 2011- 2012 roku również zanotowały w ostatnim miesiącu ponad 2% przecenę.

(mln CZK)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	183 958,0	196 352,0	189 756,3	194 221,9	203 025,8
EBITDA	88 744,0	91 075,0	87 198,9	87 942,5	91 259,8
marża EBITDA	48,2%	46,4%	46,0%	45,3%	44,9%
EBIT	66 654,0	68 199,0	61 657,7	61 339,4	63 321,2
Zysk netto	46 510,0	51 547,0	47 095,3	46 677,9	47 473,7
DPS	40,00	49,34	54,68	49,96	49,52
P/E	11,1	9,1	10,0	10,1	9,9
P/CE	7,5	6,3	6,5	6,4	6,2
P/BV	3,0	2,3	2,2	2,0	1,8
EV/EBITDA	7,0	6,7	7,2	7,5	7,5
DYield	4,6%	5,6%	6,3%	5,7%	5,7%

4Q- EBITDA zgodnie z oczekiwaniami, gorszy zysk netto

W 4Q'09 CEZ wypracował ponad 20 mld CZK EBITDA, co jest kwotą zbliżoną do naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu. Rozkład tego wyniku na poszczególne segmenty różni się jednak od prognoz, w szczególności jeśli chodzi o dystrybucję i produkcję energii. W segmencie wytwarzania EBITDA wyniosła aż 16,8 mld CZK vs. oczekiwane 13,5 mld CZK i 13,2 mld CZK w 3Q'09. Oprócz pozytywnego efektu wyższej produkcji w elektrowniach jądrowych (uwzględniony w naszych prognozach), ten dobry wynik to zasługa m.in. wysokich przychodów z instrumentów pochodnych na poziomie 3,6 mld CZK (transakcje odnoszące się do działalności tradingowej wyceniane do rynku oraz transakcje spekulacyjne na rynku energii) oraz znacznie wyższych w ujęciu r/r przychodów ze sprzedaży ciepła (+1,2 mld CZK). Negatywnie na zyski segmentu oddziaływały natomiast koszty zakupu certyfikatów CO2 na poziomie 0,9 mld CZK. Dodatkowo wynik segmentu został wzmocniony przez kwotę 0,8 mld CZK wynikającą z rozliczeń CEZ i CEZ Prodej (zwrot energii niesprzedanej klientom końcowym), aczkolwiek na poziomie skonsolidowanym ta operacja była neutralna gdyż o tyle samo obniżony został wynik segmentu dystrybucji. Dodatkowo gorszy niż szacowaliśmy był wynik na pozostałej działalności (+36 mln CZK vs. oczekiwane 0,7 mld CZK i średnia dla pierwszych trzech kwartałów 1,5 mld CZK), ale dodatnie odchylenie na wytwarzaniu pozwoliło na wypracowanie EBITDA nieco powyżej naszych prognoz. Na działalności finansowej saldo było ujemne i wyniosło -3,7 mld CZK, podczas gdy my zakładaliśmy że będzie ono dodatnie (0,3 mld CZK). Główne powody zaskoczenia to negatywny efekt przeszacowania swapów na jena (ujemne różnice kursowe -1,4 mld CZK), odpisu goodwillu w polskich spółkach zależnych na -3,3 mld CZK oraz niższy zysk z wyceny opcji na akcje MOL-a (około 300 mln CZK mniej niż szacowaliśmy). Częściowo te negatywne pozycje zostały zneutralizowane przez rozpoznanie dodatniego goodwillu w niemieckim MIBRAG (+3,1 mld CZK), ale z kolei wynik z jednostek konsolidowanych metodą praw własności był ujemny i wyniósł -0,6 mld CZK (efekt strat w tureckim SEDAS oraz kosztów finansowych w spółce SPV będącej właścicielem MIBRAG), podczas gdy my oczekiwaliśmy około +0,5 mld CZK. Zysk netto uplasował się więc poniżej naszych prognoz na poziomie 7,8 mld CZK.

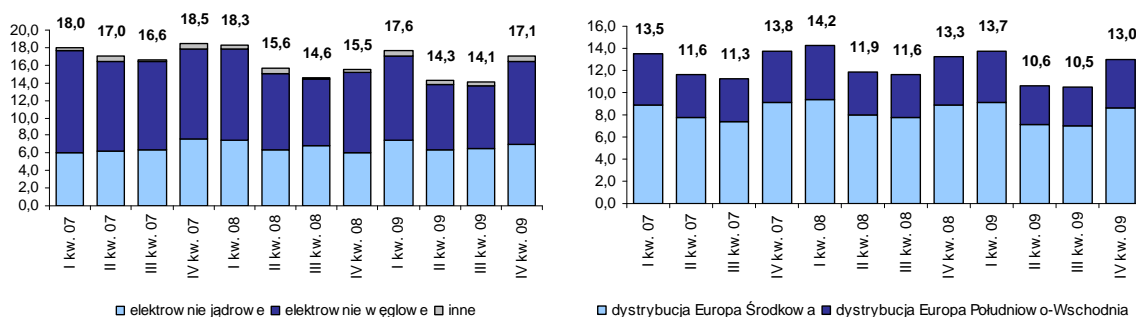
Skonsolidowane kwartalne wyniki finansowe CEZ

(mln CZK)	IVQ2009	IVQ2008	zmiana	IVQ2009P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	2009	2008	zmiana
Przychody	55 536,0	51 095,0	8,7%	50 034,5	11,0%	51 800,0	7,2%	196 352,0	183 958,0	6,7%
EBITDA	20 067,0	18 768,0	6,9%	19 442,5	3,2%	20 300,0	-1,1%	91 077,0	88 701,0	2,7%
marża EBITDA	36,1%	36,7%	-1,6%	38,9%	-	39,2%	-	46,38%	48,22%	-
EBIT	13 712,0	12 339,0	11,1%	12 933,5	6,0%	14 100,0	-2,8%	68 199,0	66 654,0	2,3%
Zysk brutto	10 036,0	8 163,0	22,9%	13 332,0	-24,7%	-	-	64 946,0	60 716,0	7,0%
Zysk netto	7 826,0	5 625,0	39,1%	10 429,5	-25,0%	8 400,0	-6,8%	51 547,0	46 510,0	10,8%

Źródło: CEZ, szacunki DI BRE

Zarząd CEZ przedstawił też swoje prognozy wyników na rok 2010. Spółka spodziewa się EBITDA na poziomie 88,7 mld CZK (vs. nasze szacunki 87,2 mld CZK), EBIT na poziomie 63,1 mld CZK (vs. 61,6 mld CZK) oraz zysku netto 46,7 mld CZK (vs. 47,1 mld CZK). Jako czynnik ryzyka dla tych prognoz Zarząd wymienił m.in. kwestię energii z elektrowni fotowoltaicznych, którą muszą kupować spółki sprzedające energię w Czechach. W taryfach uwzględniony został zakup 180 GWh, a CEZ przewiduje że na rynku może być tej energii odnawialnej o 175 GWh więcej, co mogłoby wygenerować dodatkowy koszt w spółkach dystrybucyjnych na poziomie 1-2 mld CZK. Na razie jednak nie jest to uwzględnione w powyższych szacunkach.

Kwartalne wolumeny produkcji energii CEZ w Czechach oraz dystrybucji w podziale na rynki



Źródło: CEZ

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie wyceny DCF oraz wyceny porównawczej cenę docelową jednej akcji CEZ wyznaczamy na 907,8 CZK, czyli równowartość 140,3 PLN (kurs CZKPLN=0,1546). Na tej podstawie wydajemy rekomendację trzymaj.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	755,7
Wycena DCF	50%	942,8
	cena wynikowa	849,2
	cena docelowa za 9 m-cy	907,8

Wycena DCF

Założenia modelu

1. Model opiera się na przedstawionych poniżej założeniach dotyczących cen energii, paliw, kursów walut oraz wolumenów produkcji i sprzedaży.

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Wolumen produkcji energii TWh	73,8	67,6	65,3	71,3	74,0	75,4	85,5	87,0	91,8	93,1	88,9	84,7	84,7
energia atomowa	26,2	26,6	27,2	28,8	29,5	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4
węgiel brunatny	37,3	32,1	30,1	33,1	34,0	34,5	38,5	38,5	39,2	35,0	30,8	26,5	26,5
węgiel kamienny	8,7	7,4	6,0	7,4	7,4	7,4	7,4	6,1	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
gaz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,1	8,9	14,5	20,1	20,1	20,1	20,1
energia wodna	1,7	1,5	2,1	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
wiatr	0,0	0,0	0,0	0,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Wolumen sprzedaży energii TWh	37,7	37,9	40,7	43,8	44,9	46,1	47,2	48,4	49,6	50,8	52,1	53,4	54,6
Wolumen dystrybucji energii TWh	50,2	51,0	51,8	54,7	56,0	57,4	58,9	60,3	61,8	63,4	65,0	66,6	68,1
Cena terminowa energii EUR/MWh (1Y)	54,9	69,1	49,3	50,2	55,8	63,3	66,6	67,3	68,1	71,4	75,4	77,0	78,7
Cena certyfikatu CO2 w EUR/t	20,6	23,9	13,8	14,0	17,6	22,3	30,0	31,5	33,0	34,6	36,3	38,1	40,0
Cena gazu USD/tys. m3	295,6	420,2	321,7	288,4	336,8	359,9	359,9	359,9	359,9	359,9	359,9	359,9	360,9
EUR/CZK	27,7	25,0	26,4	26,1	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5
USD/CZK	20,3	17,1	19,0	19,3	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
TRY/CZK	15,5	13,1	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4

2. Przepływy pieniężne dyskontowane są na koniec lutego 2010. Przy kalkulacji wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2009 roku.
3. W przepływach pieniężnych 2010 roku uwzględniamy zakładane wydatki kapitałowe związane z płatnościami za akwizycje (II-ga transza za turecki SEDAS).
4. Udziały w jednostkach konsolidowanych metodą praw własności dodajemy do wartości firmy wynikającej z modelu DCF. Posiadane 7% udziałów w MOL uwzględniamy po ich aktualnej wycenie rynkowej.
5. CAPEX i amortyzacja w modelu DCF uwzględniają przepływy związane z paliwem nuklearnym.
6. Całkowitej liczby akcji nie korygujemy o posiadany przez CEZ pakiet 0,89% akcji własnych, gdyż stanowią one bazę do programu motywacyjnego dla Zarządu i nie będą umorzone.
7. W roku 2019 amortyzacja jest niższa niż CAPEX, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 51,6 mld CZK.
8. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę przychodów oraz marżę EBITDA z roku 2019.
9. Po roku 2019 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,5% (4,5% w latach prognozy), współczynnik beta na poziomie 0,9.



Model DCF wyceny akcji CEZ

(mln CZK)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	189 756	194 222	203 026	227 401	240 591	253 473	263 856	271 255	275 325	284 650	288 464
zmiana	-3,4%	2,4%	4,5%	12,0%	5,8%	5,4%	4,1%	2,8%	1,5%	3,4%	1,3%
EBITDA*	90 551	91 939	96 336	94 634	98 338	97 241	99 341	106 328	109 991	109 364	110 829
marża EBITDA	47,7%	47,3%	47,5%	41,6%	40,9%	38,4%	37,6%	39,2%	39,9%	38,4%	38,4%
Amortyzacja*	28 894	30 600	33 015	37 699	38 816	39 939	42 000	43 740	46 462	44 270	51 600
EBIT	61 658	61 339	63 321	56 935	59 523	57 303	57 341	62 588	63 529	65 093	59 229
marża EBIT	32,5%	31,6%	31,2%	25,0%	24,7%	22,6%	21,7%	23,1%	23,1%	22,9%	20,5%
Opodatkowanie EBIT	11 715	11 654	12 031	10 818	11 309	10 888	10 895	11 892	12 070	12 368	11 254
NOPLAT	49 943	49 685	51 290	46 117	48 213	46 415	46 446	50 696	51 458	52 726	47 976
CAPEX*	-67 472	-78 737	-76 094	-72 601	-51 600	-51 600	-51 600	-51 600	-51 600	-51 600	-51 600
Kapitał obrotowy	239	-162	-319	-882	-477	-466	-376	-268	-147	-337	-147
Inwestycje kapitałowe	-1 450	-1 360	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	10 153	26	7 893	10 333	34 952	34 288	36 471	42 569	46 174	45 058	47 828
WACC	7,1%	7,0%	7,0%	6,9%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%
współczynnik dyskonta	94,4%	88,2%	82,5%	77,1%	72,0%	67,2%	62,7%	58,5%	54,5%	50,8%	50,8%
PV FCF	9 587	23	6 508	7 967	25 172	23 047	22 874	24 896	25 167	22 875	
WACC	7,1%	7,0%	7,0%	6,9%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%
Koszt długu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	41,1%	43,4%	44,2%	45,3%	42,8%	40,8%	40,2%	38,8%	37,4%	36,0%	30,0%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%		Analiza wrażliwości								
Wartość rezydualna (TV)	848 545		Wzrost FCF w nieskończoności								
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	430 790		0,0% 1,0% 2,0% 3,0% 4,0%								
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	168 115	WACC +1,0pp	710	784	879	1 008	1 192				
Wartość firmy (EV)	598 905	WACC +0,5pp	745	828	938	1 091	1 318				
Dług netto	130 083	WACC	784	879	1 008	1 192	1 479				
Udziałowcy mniejszościowi	6 314	WACC -0,5pp	828	938	1 091	1 318	1 690				
Wartość firmy	462 508	WACC -01,0pp	879	1 008	1 192	1 479	1 982				
Udziały w MOL-u	13 151										
Udziały w spółkach kontrolowanych metodą praw własności	31 550										
Liczba akcji (mln)	537,99										
Wartość firmy na akcję (CZK)			942,8								
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego			6,9%								
Cena docelowa (CZK)			1 007,8								
Cena docelowa (PLN)			155,8								
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej			7,4								
P/E('09) dla ceny docelowej			10,5								
Udział TV w EV			72%								

*pozycje uwzględniają nakłady i amortyzację na paliwo nuklearne



Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/CE i EV/EBITDA w horyzoncie 2010-2012. Do grupy porównawczej wybraliśmy spółki energetyczne prowadzące swoją działalność zarówno w segmencie produkcji energii jak i dystrybucji. Uzupełniliśmy ją także o polskie spółki energetyczne PGE i ENEA oraz PGNiG, które wydają się również zbliżone do profilu utility. W porównaniu do podobnych europejskich podmiotów, CEZ wydaje się być wyceniany z lekką premią, zarówno dla wskaźnika opartego o zysk netto powiększony o amortyzację, jak i EBITDA. Jest to w naszej opinii prawdopodobnie kwestia przyjętych przez nas bardziej konserwatywnych od konsensusu założeń cen energii, szczególnie jeśli chodzi o rok 2012.

	Cena	P/CE				EV/EBITDA			
		2009	2010P	2011P	2012P	2009	2010P	2011P	2012P
EDF	37,76	6,4	5,9	5,5	5,1	6,9	6,3	5,9	5,5
E.ON AG	26,57	5,7	5,6	5,4	5,2	6,7	6,4	6,2	6,0
IBERDROLA SA	5,98	6,4	6,1	5,7	5,4	9,0	8,5	7,9	7,3
ENEL SPA	4,01	4,1	4,0	3,9	3,7	6,2	6,0	5,9	5,7
RWE AG	63,04	6,6	5,9	5,6	5,0	7,0	6,2	6,0	5,5
ENDESA SA	21,61	4,8	5,7	5,6	5,3	6,1	6,2	6,1	6,0
FORTUM OYJ	18,91	9,3	9,4	9,3	8,6	9,9	10,0	9,9	9,3
ENEA	18,75	6,6	6,0	6,0	5,8	4,7	4,2	4,1	3,9
PGE	21,80	6,3	6,4	5,8	5,6	5,2	5,5	5,1	4,7
PGNiG	3,55	7,7	5,0	5,3	5,1	7,7	4,7	5,0	4,8
Maksimum		9,3	9,4	9,3	8,6	9,9	10,0	9,9	9,3
Minimum		4,1	4,0	3,9	3,7	4,7	4,2	4,1	3,9
Mediana		6,4	5,9	5,6	5,2	6,8	6,2	6,0	5,6
CEZ	874,0	6,2	6,5	6,4	6,2	6,6	6,8	6,7	6,5
(premia / dyskonto)		-3,6%	10,0%	15,0%	18,9%	-3,3%	9,3%	13,3%	16,2%
Implikowana wycena									
Mediana		6,4	5,9	5,6	5,2	6,8	6,2	6,0	5,6
Waga wskaźnika			50,0%			50,0%			
Waga roku		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Implikowana wartość CEZ (CZK)		755,67							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2009

**Rachunek wyników**

(mln CZK)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	149 134,0	174 563,0	183 958,0	196 352,0	189 756,3	194 221,9	203 025,8
<i>zmiana</i>	19,2%	17,1%	5,4%	6,7%	-3,4%	2,4%	4,5%
EBIT, w tym	40 064,0	53 203,0	66 654,0	68 199,0	61 657,7	61 339,4	63 321,2
Produkcja i handel	29 683,0	37 357,0	50 445,0	54 612,0	45 976,1	45 243,4	46 564,6
Dystrybucja i sprzedaż	7 509,0	9 774,0	9 594,0	7 237,0	9 259,0	10 185,3	11 141,3
Wydobycie	3 369,0	3 670,0	3 593,0	3 872,0	3 868,8	3 597,0	3 409,8
Pozostałe	-496,0	2 402,0	3 022,0	2 478,0	2 553,9	2 313,7	2 205,5
Koszty, zyski jednorazowe	-1 700,0	2 900,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT oczyszczony	41 764,0	50 303,0	66 654,0	68 199,0	61 657,7	61 339,4	63 321,2
<i>zmiana</i>	36,3%	32,8%	25,3%	2,3%	-9,6%	-0,5%	3,2%
<i>marża EBIT</i>	28,0%	28,8%	36,2%	34,7%	32,5%	31,6%	31,2%
Wynik na działalności finansowej	-2 356,0	-2 052,0	-5 938,0	-3 253,0	-2 463,9	-2 670,4	-3 651,9
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	37 708,0	51 151,0	60 716,0	64 946,0	59 193,7	58 669,0	59 669,3
Podatek dochodowy	8 952,0	8 387,0	13 365,0	13 091,0	11 246,8	11 147,1	11 337,2
Udziałowcy mniejszościowi	1 059,0	1 209,0	841,0	308,0	851,6	844,0	858,4
Zysk netto	27 697,0	41 555,0	46 510,0	51 547,0	47 095,3	46 677,9	47 473,7
<i>zmiana</i>	29,2%	50,0%	11,9%	10,8%	-8,6%	-0,9%	1,7%
<i>marża</i>	18,6%	23,8%	25,3%	26,3%	24,8%	24,0%	23,4%
Amortyzacja	24 352,0	22 166,0	22 090,0	22 876,0	25 541,2	26 603,1	27 938,6
EBITDA oczyszczona	66 116,0	72 469,0	88 744,0	91 075,0	87 198,9	87 942,5	91 259,8
<i>zmiana</i>	28,5%	17,0%	17,7%	6,3%	-7,6%	0,9%	3,8%
<i>marża EBITDA</i>	44,3%	41,5%	48,2%	46,4%	46,0%	45,3%	44,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	588,8	541,8	592,2	538,0	538,0	538,0	538,0
EPS	47,0	76,7	78,5	95,8	87,5	86,8	88,2
CEPS	88,4	117,6	115,8	138,3	135,0	136,2	140,2
ROAE	14,9%	22,7%	27,0%	27,6%	22,5%	20,5%	19,1%
ROAA	8,0%	11,2%	11,0%	10,3%	8,7%	8,0%	7,5%

**Bilans**

(mln CZK)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	368 655,0	370 942,0	473 175,0	530 259,0	554 250,9	605 975,9	653 446,0
Majątek trwały	301 989,0	313 420,0	346 237,0	414 955,0	454 983,4	504 481,0	547 559,7
Rzeczowe aktywa trwałe	262 387,0	270 182,0	284 539,0	323 366,0	356 991,4	401 344,0	441 813,8
Wartości niematerialne i prawne	17 820,0	19 060,0	18 074,0	18 653,0	22 608,4	26 039,8	29 375,1
Udziały w innych podmiotach	430,0	248,0	1 907,0	17 250,0	17 250,0	17 250,0	17 250,0
Pozostałe aktywa trwałe	21 352,0	23 930,0	41 717,0	55 686,0	58 133,6	59 847,2	59 120,8
Majątek obrotowy	66 666,0	57 522,0	126 938,0	115 304,0	99 267,5	101 494,9	105 886,2
Zapasy	5 503,0	5 341,0	7 873,0	7 903,0	7 637,5	7 817,3	8 171,6
Należności krótkoterminowe	16 334,0	23 880,0	41 729,0	46 350,0	44 793,1	45 847,2	47 925,4
Pozostałe aktywa obrotowe	13 897,0	15 872,0	60 033,0	34 324,0	33 326,1	34 001,7	35 333,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	30 932,0	12 429,0	17 303,0	26 727,0	13 510,8	13 828,7	14 455,6
(mln CZK)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	368 655,0	370 942,0	473 175,0	530 259,0	554 250,9	605 975,9	653 446,0
Kapitał własny	194 937,0	171 352,0	173 252,0	200 361,0	218 036,5	237 835,3	258 668,2
Kapitał akcyjny	59 221,0	59 221,0	59 221,0	53 799,0	53 799,0	53 799,0	53 799,0
Pozostałe kapitały własne	135 716,0	112 131,0	114 031,0	146 562,0	164 237,5	184 036,3	204 869,2
Kapitał mniejszości	12 716,0	12 874,0	12 158,0	6 314,0	6 314,0	6 314,0	6 314,0
Zobowiązania długoterminowe	114 199,0	125 151,0	136 614,0	192 516,0	177 202,0	196 070,7	210 570,7
Pożyczki i kredyty	41 956,0	51 984,0	66 526,0	118 921,0	103 607,0	122 475,7	136 975,7
Pozostałe	72 243,0	73 167,0	70 088,0	73 595,0	73 595,0	73 595,0	73 595,0
Zobowiązania krótkoterminowe	46 803,0	61 565,0	151 151,0	131 068,0	152 698,4	165 755,9	177 893,0
Pożyczki i kredyty	6 486,0	21 274,0	39 875,0	37 889,0	62 101,0	73 410,7	82 101,8
Zobowiązania handlowe	22 905,0	25 737,0	93 646,0	76 853,0	74 271,4	76 019,3	79 465,1
Pozostałe	17 412,0	14 554,0	17 630,0	16 326,0	16 326,0	16 326,0	16 326,0
Dług	48 442,0	73 258,0	106 401,0	156 810,0	165 707,9	195 886,3	219 077,6
Dług netto	17 510,0	60 829,0	89 098,0	130 083,0	152 197,2	182 057,6	204 622,0
(Dług netto / Kapitał własny)	9,0%	35,5%	51,4%	64,9%	69,8%	76,5%	79,1%
(Dług netto / EBITDA)	0,3	0,8	1,0	1,4	1,7	2,1	2,2
BVPS	331,1	316,2	292,6	372,4	405,3	442,1	480,8

**Przepływy pieniężne**

(mln CZK)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	62 908,0	59 219,0	70 583,0	87 354,0	80 265,8	82 149,4	86 028,3
Zysk netto	27 697,0	41 555,0	46 510,0	51 547,0	47 095,3	46 677,9	47 473,7
Amortyzacja	24 352,0	22 166,0	22 090,0	26 171,0	25 541,2	26 603,1	27 938,6
Kapitał obrotowy	1 346,0	-3 880,0	37 604,0	-23 920,0	-759,2	514,0	1 013,3
Pozostałe	9513,0	-622,0	-35621,0	33556,0	8388,4	8354,5	9602,7
Przepływy inwestycyjne	-43 294,0	-37 033,0	-60 170,0	-99 022,0	-68 922,1	-80 097,6	-76 093,8
CAPEX	-23 745,0	-34 066,0	-46 186,0	-70 791,0	-67 472,1	-78 737,1	-76 093,8
Pozostałe	-19549,0	-2967,0	-13984,0	-28231,0	-1450,0	-1360,5	0,0
Przepływy finansowe	-4 667,0	-40 120,0	-5 917,0	22 230,0	-24 560,0	-1 733,9	-9 307,7
Emisja akcji	-1 139,0	-54 443,0	-12 535,0	146,0	0,0	0,0	0,0
Dług	5 425,0	26 248,0	27 607,0	48 918,0	8 897,9	30 178,4	23 191,3
Dywidenda (buy-back)	-8 838,0	-11 694,0	-21 218,0	-26 545,0	-29 419,8	-26 879,1	-26 640,8
Pozostałe	-115,0	-231,0	229,0	-289,0	-4038,1	-5033,2	-5858,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	14 141,0	-18 503,0	4 874,0	9 424,0	-13 216,2	318,0	626,8
Środki pieniężne na koniec okresu	30 932,0	12 429,0	17 303,0	26 727,0	13 510,8	13 828,7	14 455,6
DPS (CZK)	15,0	20,0	40,0	49,3	54,7	50,0	49,5
FCF	34 765,0	26 136,0	66 797,0	-16 727,0	7 720,9	-1 427,7	4 842,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	15,9%	19,5%	25,1%	36,1%	35,6%	40,5%	37,5%
	6,4%	4,8%	10,8%	-2,8%	1,2%	-0,2%	0,7%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	18,6	11,4	11,1	9,1	10,0	10,1	9,9
P/CE	9,9	7,4	7,5	6,3	6,5	6,4	6,2
P/BV	2,6	2,8	3,0	2,3	2,2	2,0	1,8
P/S	3,5	2,7	2,8	2,4	2,5	2,4	0,0
FCF/EV	6,4%	4,8%	10,8%	-2,8%	1,2%	-0,2%	0,7%
EV/EBITDA	8,2	7,6	7,0	6,7	7,2	7,5	7,5
EV/EBIT	13,0	10,9	9,3	8,9	10,2	10,7	10,8
EV/S	3,7	3,1	3,4	3,1	3,3	3,4	3,4
DYield	1,7%	2,3%	4,6%	5,6%	6,3%	5,7%	5,7%

Cena (CZK)

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
874,0							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	588,8	541,8	592,2	538,0	538,0	538,0	538,0
MC (mln CZK)	514 573	473 569	517 592	470 203	470 203	470 203	470 203
Kapitał udziałowców mniej. (mln CZK)	12 716	12 874	12 158	6 314	6 314	6 314	6 314
EV (mln CZK)	544 799	547 272	618 848	606 600	628 714	658 575	681 139



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
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
Banki

Analicycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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:

KUPIJ - 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 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące CEZ

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-08-18	2009-11-04	2010-02-12
kurs z dnia rekomendacji	155,00	143,80	134,00
WIG w dniu rekomendacji	34945,56	37391,24	37322,52