

## ZE PAK (Trzymaj, 7,50 PLN)

Rekomendacja z dnia : 26 lipca 2019 r.

15 listopada 2019 r.

## Wyniki 3Q19 powyżej oczekiwań dzięki niższym kosztom CO2 (pozytywnie)

Wyniki 3Q19 są wyraźnie (31%) powyżej naszych oczekiwań, dlatego uważamy je za pozytywne. Główną przyczyną pobicia naszych prognoz są niższe ceny CO2, które wyniosły 89.6 PLN/t w porównaniu do ponad 94 PLN/t w 2Q19. Spółka używa metody FIFO do księgowania certyfikatów, a średnie kwartalne od kilku kwartałów rosną, dlatego spodziewaliśmy się wzrostu tych kosztów do ponad 100 PLN/t. Zwracamy również uwagę, że 4Q jest zwykle dość mocny dla farm wiatrowych, co niesie za sobą ryzyko dla spółki związane ze zmniejszeniem produkcji decyzją operatora systemu (rozwiązanie to jest niekorzystne dla jednostek na węglu brunatnym ze względu na brak pokrycia kosztów kopalni). Jednak w październiku generacja farm wiatrowych spadła 20% r/r, a produkcja ZE PAK była porównywalna r/r. (pozytywne)

mln PLN	3Q 2018	3Q 2019	y/y	Prognoza BM PKO BP 3Q 2019	Odch.
Przychody	640.6	751.1	17%	757.0	-1%
EBITDA	40.6	109.1	169%	83.0	31%
EBIT	-9.1	61.7	-	33.0	87%
Zysk netto	-10.9	34.7	-	22.6	54%
Marża EBITDA	6.3%	14.5%		11.0%	
Marża EBIT	-1.4%	8.2%		4.4%	
Marża netto	-1.7%	4.6%		3.0%	

Źródło: BM PKO BP

### Najważniejsze punkty wyników 3Q19:

- Produkcja netto spadła o niemal 5% r/r do 1.6 TWh. Wytwarzanie w Pątnowie I spadło o 11% r/r do 0.87 TWh, podczas gdy w Pątnowie II wolumeny wzrosły o 6.5% do 0.66 TWh.
- Zrealizowane ceny energii wzrosły o 26% r/r do 276.7 PLN/MWh, co jest bliskie naszym oczekiwaniom na poziomie 275 PLN/MWh. Rekompensata KDT wyniosła 29.6 mln PLN, zgodnie z naszymi prognozami.
- Rekompensaty za zamrożone ceny energii mały pomijalny wpływ na wyniki 3Q19 – przychody z tego tytułu były niższe niż 1 mln PLN. Jest to zgodne z komentarzami zarządu po wynikach 2Q.
- Całkowite emisje CO2 spadły o 6% r/r do 1.9mt, zgodnie ze spadkiem produkcji. Średnia cena CO2 wzrosła jedynie o 4% r/r (polityka zabezpieczeń ZE PAK w 2018 r. była słaba) do 89.6 PLN/t. Co zaskakujące, jest to 5 PLN/t niżej niż w 2Q19.
- Spółka ma 205 mln PLN gotówki netto. FCF w kwartale wyniósł 285 mln PLN, a w 9M19 263 mln PLN. FCF w 3Q19 jest wsparty rezerwami na koszty CO2, które zostaną zakupione dopiero w 2020. Rezerwa ta wzrosła o 170 mln PLN w 3Q19, podczas gdy od początku roku spadła o 62 mln PLN. Zwracamy również uwagę na relatywnie niski CAPEX –po 9M19 wynosi on tylko 25 mln PLN.

#### Analitik

Andrzej Rembelski, CFA  
+48 22 521 79 03  
andrzej.rembelski@pkobp.pl

#### Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa

## KONTAKTY

### Biurowy Analiz Rynkowych

#### Kontakt dla klientów indywidualnych

Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	<a href="mailto:emil.lobodzinski@pkobp.pl">emil.lobodzinski@pkobp.pl</a>
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	<a href="mailto:pawel.malmyga@pkobp.pl">pawel.malmyga@pkobp.pl</a>
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	<a href="mailto:przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl">przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl</a>

#### Analizy wydający raporty w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

Dawid Górzynski	(sektor farmaceutyczny)	(022) 521 97 69	<a href="mailto:dawid.gorzynski@pkobp.pl">dawid.gorzynski@pkobp.pl</a>
Piotr Łopaciuk	(gaming, przemysł)	(022) 521 48 12	<a href="mailto:piotr.lopaciuk@pkobp.pl">piotr.lopaciuk@pkobp.pl</a>
Andrzej Rembelski	(sektor energetyczny, sektor spożywczy i rolniczy)	(022) 521 79 03	<a href="mailto:andrzej.rembelski@pkobp.pl">andrzej.rembelski@pkobp.pl</a>
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	<a href="mailto:malgorzata.zelazko@pkobp.pl">malgorzata.zelazko@pkobp.pl</a>

#### Biurowy Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	<a href="mailto:pawel.kodym@pkobp.pl">pawel.kodym@pkobp.pl</a>
Michał Petruczenko		(022) 521 79 69	<a href="mailto:michal.petruczenko@pkobp.pl">michal.petruczenko@pkobp.pl</a>
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	<a href="mailto:ewa.kalinowska.2@pkobp.pl">ewa.kalinowska.2@pkobp.pl</a>
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	<a href="mailto:grzegorz.klepacki@pkobp.pl">grzegorz.klepacki@pkobp.pl</a>
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	<a href="mailto:joanna.makowska@pkobp.pl">joanna.makowska@pkobp.pl</a>
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	<a href="mailto:jacek.gaszewski@pkobp.pl">jacek.gaszewski@pkobp.pl</a>
Ewald Wyszymirski		(022) 521 78 39	<a href="mailto:ewald.wyszmirski@pkobp.pl">ewald.wyszmirski@pkobp.pl</a>
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	<a href="mailto:przemyslaw.lasota@pkobp.pl">przemyslaw.lasota@pkobp.pl</a>
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	<a href="mailto:tomasz.zabrocki@pkobp.pl">tomasz.zabrocki@pkobp.pl</a>

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), działający zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP.

Niniejsza publikacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe tych raportów.

Publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że informacje zawarte w Publikacji są w pełni dokładne i kompletne. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Publikacji.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Niniejsza Publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r.

Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

#### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowej akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży