

# Analýzy a doporučení

## ČEZ

### Odhady výsledků za 2Q 2014

**Doporučení: Akumulovat**  
**Cílová cena: 616 Kč**

11. 8. 2014

#### Odhady hospodaření za 2Q 2014

#### Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

ČEZ, a.s.  
 Duhová 2/1444  
 Praha 4, 14053  
[www.cez.cz](http://www.cez.cz)

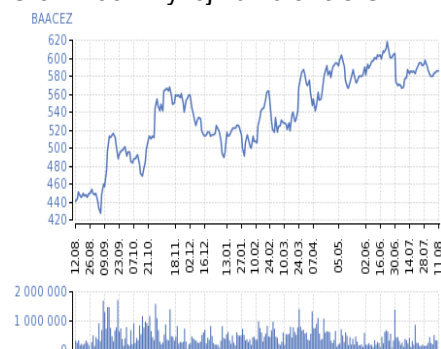
Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny  
 Tržní kapitalizace: 315,3 mld. Kč  
 Závěrečná cena k 8.8.2014: 586,10 Kč  
 Roční maximum: 619,40 Kč  
 Roční minimum: 427,90 Kč  
 Zařazen v indexech: PX, CECEUR, CETOP 20...  
 Podíl v indexu PX: 21,39 %

#### Struktura akcionářů

Česká republika: 69,78 %  
 Free Float: 30,22 %  
 Koeficient beta oproti indexu PX: 0,87

Graf: Roční vývoj kurzu akcie ČEZ



Hospodářské výsledky společnosti ČEZ za 2Q 2014 budou vyhlášeny 12.8.2014 v 8:00h a v 10:00h bude následovat tisková konference k uvedeným výsledkům. Konferenční hovor s managementem společnosti se bude konat v 16:00h. Očekáváme, že společnost za druhý letošní čtvrtletí vykáže meziročně slabší výsledky na všech úrovních hospodaření. Nejpodstatnějším negativním faktorem bude, obdobně jako v 1Q 2014, zhruba 14% pokles prodejních cen elektřiny. ČEZ až letos poprvé čelí výraznějšímu poklesu tržních cen elektřiny, když v předchozích letech díky svým předprodejům prodával za ceny mírně převyšující 50 EUR/MWh. Negativní vliv do tržeb a zisků by podle našich odhadů měla mít rovněž meziročně nižší produkce elektřiny, když očekáváme pokles výroby z tuzemských uhelných elektráren, a to kvůli prodeji Chvaletic. Zatímco ještě ve 2Q 2013 uhelná elektrárna vyráběla pro ČEZ, tak v letošním druhém kvartále již nikoliv, když k prodeji došlo v loňském září. Nepříznivě do celkových výsledků bude podle naší prognózy působit hospodaření v rumunském segmentu výroby, když se negativně projeví snížená podpora OZE. Jinak ve 2Q 2014 neočekáváme zaúčtování žádných mimořádných položek, narovnání sporu s Albánií by mělo pozitivně ovlivnit výsledky buď ve 3Q nebo spíše až ve 4Q 2014.

#### Tabulka č.1: Odhady hospodaření za 2Q 2014

mld. Kč	2Q 2014	konsensus trhu*	2Q 2013	y/y	1Q 2014	q/q
Výnosy	47,3	48,2	53,1	-10,9%	53,2	-11,1%
EBITDA	17,1	17,5	20,9	-18,2%	21,2	-19,3%
EBIT	10,1	10,6	13,8	-26,8%	14,4	-29,9%
Čistý zisk	7,6	7,5	10,8	-29,6%	9,9	-23,2%
Zisk na akcii (Kč)	14,2	-	20,2	-29,7%	18,6	-23,7%

\*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

#### Tabulka č.2: Odhady hospodaření za 1H 2014

mld. Kč	1H 2014	konsensus trhu*	1H 2013	y/y
Výnosy	100,5	101,3	113,1	-11,1%
EBITDA	38,4	38,7	49,2	-22,0%
EBIT	24,5	25,0	35,2	-30,4%
Čistý zisk	17,5	17,4	28,6	-38,8%
Zisk na akcii (Kč)	32,7	-	53,5	-38,9%

\*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

## Komentář k odhadovaným výsledkům

Společnost ČEZ podle našich odhadů vykáže ve 2Q 2014 meziroční pokles výnosů o 10,9 % na 47,3 mld. Kč. Hlavní příčinou klesajících výnosů je meziročně nižší realizační cena elektřiny, když ČEZ letos prodává ze svých výrobních zdrojů elektřinu za cca 44 EUR/MWh, zatímco ještě v loňském roce prodával za zhruba 51 EUR. Vedle nižší ceny elektřiny očekáváme negativní ovlivnění tržeb i ze strany nižší výroby. Odhadujeme, že ČEZ ve 2Q 2014 vyprodukoval zhruba o 3 % méně elektřiny než ve stejném období loňského roku, tedy cca 15300 GWh. Na tomto očekávaném poklesu by se měla výhradně podílet absence produkce z uhelné elektrárny Chvaletice, jejíž kvartální výrobní kapacita se pohybuje kolem úrovně 800 až 1000 GWh. Chvaletice již nepatří do výrobního portfolia ČEZu, když v loňském září došlo k jejich prodeji. Naopak předpokládáme téměř 4% meziroční nárůst výroby z jaderných elektráren na úrovně kolem 7300 GWh, a to zejména díky cca 5% navýšení instalovaného výkonu u obou bloků elektrárny Temelín. Vyšší instalovaný výkon je především výsledkem investic z loňského roku (obdobné investice proběhly u jaderné elektrárny Dukovany již v roce 2012). Slušná výroba z jaderných zdrojů však podle našeho odhadu nedokáže vykompenzovat předpokládanou nižší výrobu z tuzemských uhelných elektráren, proto očekáváme celkový pokles produkce.

Nižší tržby se negativně projeví do provozního hospodaření. Provozní zisk před odpisy (EBITDA) odhadujeme za 2Q 2014 ve výši 17,1 mld. Kč, což znamená meziroční pokles o 18,2 %. Nejvýznamnější negativní vliv do EBITDA očekáváme ze strany výše zmíněného poklesu realizačních (prodejních) cen elektřiny. Zhruba 14% meziroční pokles cen elektřiny by podle našich odhadů měl mít negativní dopad do EBITDA ve výši cca 2,5 mld. Kč. Řádově nižší negativní dopad do EBITDA očekáváme od předpokládaného poklesu výroby, konkrétně kolem 0,5 mld. Kč. Tuzemský segment výroby a obchodu tak podle našeho odhadu bude nejvíce negativně přispívat do meziročního poklesu provozní ziskovosti za 2Q 2014. Nepříznivý dopad do celkové EBITDA však očekáváme i od tuzemské distribuce, když stejné období loňského roku bylo pozitivně ovlivněno korekčními faktory OZE (kompenzace nákladů související s výkupem obnovitelných zdrojů energie). Tyto příznivé vlivy ve 2Q 2014 nečekáme, což by mohlo mít negativní meziroční dopad do EBITDA kolem 0,3 mld. Kč. Na hraně provozní ziskovosti se podle našich odhadů budou pohybovat balkánské aktivity. Rumunský segment výroby (větrný park Fantanele a Cogeaalac) již několik kvartálů v řadě trpí regulatorním omezením podpory OZE ze strany rumunských institucí. Ve 2Q 2014 očekáváme, že větrný park bude realizovat EBITDu maximálně do výše 0,1 mld. Kč, což by znamenalo meziroční pokles o 0,4 mld. Kč (hlavní příčiny jsou dvě: za prvé, ještě ve 2Q 2013 ČEZ inkasoval na svou větrnou farmu dva zelené certifikáty, zatímco ve 2Q 2014 již pouze jeden, resp. pouze cca 2/3 prvního certifikátu; a za druhé, cena certifikátu meziročně poklesla o zhruba 27 % na 29 EUR/MWh). EBITDu z bulharské distribuce rovněž čekáme nevýznamnou (kolem 0,1 mld. Kč), když se ČEZ musí v Bulharsku vyrovnávat s nižšími cenami distribučních tarifů. Po odečtení odpisů očekáváme provozní zisk (EBIT) za 2Q 2014 ve výši 10,1 mld. Kč, tedy meziroční snížení o 26,8 %. Na úrovni odpisů neočekáváme žádnou výraznou změnu, podle našich odhadů by měly činit cca 7 mld. Kč.

Meziroční poklesy na výnosech a provozních ziscích se projeví do konečného výsledku hospodaření, kde prognózuje snížení čistého zisku o 29,6 % y/y na úroveň 7,6 mld. Kč. Ve finanční části výsledovky nepředpokládáme žádné výraznější překvapení s výjimkou toho, že meziroční zlepšení očekáváme z pozice posílení turecké liry, což by mělo pozitivně ovlivnit výsledky z tureckých aktivit (ČEZ společně se svým obchodním partnerem vlastní v Turecku distribuční a výrobní aktiva). Pozitivní meziroční dopad tohoto vlivu do čistého zisku očekáváme kolem úrovně 0,5 mld. Kč.

ČEZ na konci letošního června oznámil, že se dohodl s Albánií na urovnání sporu ohledně distribuční společnosti CEZ Shperndarje, která do ledna 2013 byla součástí konsolidačního celku Skupiny ČEZ. Na základě této dohody ČEZ získá celkem 95,5 mil. EUR (cca 2,6 mld. Kč), a to v ročních splátkách, jenž budou inkasovány do roku 2018. Cash flow společnosti by tak mělo být do roku 2018 každoročně posíleno o cca 500 mil. Kč. Předpokládáme, že do výsledovky ČEZu se částka 2,6 mld. Kč projeví ve formě jednorázového pozitivního vlivu. Se zaúčtováním tohoto vlivu však počítáme ve 3Q nebo 4Q 2014. Doposud totiž nedošlo ke splnění odkládacích podmínek (mezi které patří zejména vystavení bankovní garance či schválení dohody albánskou vládou, resp. parlamentem). Nicméně tyto odkládací podmínky považujeme za záležitosti technického charakteru a neměly by již znamenat překážku pro reálné naplnění dohody.

Management ČEZu prozatím předpokládá, že letošní EBITDA dosáhne úrovně 70,5 mld. Kč a čistý zisk 27,5 mld. Kč. Domníváme se však, že očekávaný jednorázový pozitivní efekt z albánské dohody a zároveň pokud výsledky společnosti za 2Q 2014 přinejmenším naplní naše odhady, resp. odhady trhu, vytváří prostor pro určité navýšení výhledu hospodaření. Rizikem pro výhled je naopak potenciální tvorba opravných položek k aktivům, když ČEZ pravidelně ke konci roku testuje svá aktiva a v návaznosti na to se rozhoduje, zda přikročí k odpisům či nikoliv. Společnost zaúčtovala relativně vysoké opravné položky v loňském roce (8,4 mld. Kč), nicméně takto výrazné odpisy aktiv již letos neočekáváme. Aktuálně odhadujeme, že letošní EBITDA by se mohla přiblížit 71 mld. Kč a letošní čistý zisk k úrovni 28 mld. Kč.

Ing. Jan Raška  
Fio banka, a.s.  
Analytik  
jan.raska@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

**Koupit** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

**Akumulovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

**Redukovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

**Nákup – long:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

**Prodej - short:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 8.8.2014 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 2 doporučení akumulovat, 2 doporučení redukovat, 1 doporučení držet a 1 doporučení v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o pověťové prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)