

# Analýzy a doporučení

ČEZ

Odhady výsledků za 2Q 2013

**Doporučení: Akumulovat**  
**Cílová cena: 558 Kč**

12.8.2013

## Odhady hospodaření za 2Q 2013

### 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: 238,8 mld. Kč  
Závěrečná cena k 9.8.2013 : 443,90 Kč  
Roční maximum: 776 Kč  
Roční minimum: 443,90 Kč  
Zařazen v indexech: PX, BEUELEC, CETOP20...  
Podíl v indexu PX: 15,73 %

### Struktura akcionářů

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

Graf: Roční vývoj kurzu akcií ČEZ



Hospodářské výsledky společnosti ČEZ za 2Q 2013, resp. 1H 2013 budou vyhlášeny 13.8.2013 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 za letošní druhé čtvrtletí společnost vykáže na všech úrovních hospodaření meziročně slabší výsledky. Ve 2Q 2013 očekáváme meziročně zhruba obdobnou výši produkce elektřiny a tak primárním faktorem vytvářejícím negativní tlak na výnosy a ziskovost společnosti bude podle našich odhadů meziroční pokles realizační ceny elektřiny. Provozní zisky a čistý zisk by podle našich odhadů měly být kromě nižších cen elektřiny dále negativně ovlivněny zejména meziročně vyššími odpisy a rovněž nižším přidělem emisních povolenek pro výrobu elektřiny, když ČEZ již v letošním roce musí část povolenek nakupovat na trhu. Ve 2Q 2013 se také nebudou opakovat příznivé jednorázové vlivy z 1Q 2013 v podobě pozitivního účetního efektu vyřazení albánské ČEZ Shperndarje z konsolidačního celku Skupiny ČEZ a v podobě mimořádného výnosu z obchodů s emisními povolenkami. Tyto jednorázové vlivy spolu s obvyklým negativním dopadem sezónnosti, kdy produkce a spotřeba energií bývají ve druhém čtvrtletí díky teplejšímu počasí nižší, budou podle našich očekávání stát za mezičtvrtletně slabšími výsledky.

**Tabulka č.1: Odhady hospodaření za 2Q 2013**

| mld. Kč            | 2Q 2013 | konsensus trhu* | 2Q 2012 | y/y    | 1Q 2013 | q/q    |
|--------------------|---------|-----------------|---------|--------|---------|--------|
| Výnosy             | 51,2    | 51,2            | 52,2    | -1,9%  | 60,0    | -14,7% |
| EBITDA             | 19,7    | 21,1            | 22,1    | -10,9% | 28,3    | -30,4% |
| EBIT               | 12,8    | 14,0            | 15,6    | -17,9% | 21,3    | -39,9% |
| Čistý zisk         | 9,1     | 11,0            | 12,8    | -28,9% | 17,9    | -49,2% |
| Zisk na akcii (Kč) | 17,1    | -               | 24,1    | -28,9% | 33,3    | -49,2% |

\*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

**Tabulka č.2: Odhady hospodaření za 1H 2013**

| mld. Kč            | 1H 2013 | konsensus trhu* | 1H 2012 | y/y   |
|--------------------|---------|-----------------|---------|-------|
| Výnosy             | 111,1   | 111,2           | 113,0   | -1,7% |
| EBITDA             | 48,1    | 49,4            | 48,4    | -0,6% |
| EBIT               | 34,1    | 35,3            | 35,4    | -3,7% |
| Čistý zisk         | 27,0    | 28,9            | 27,2    | -0,7% |
| Zisk na akcii (Kč) | 50,5    | -               | 51,8    | -2,5% |

\*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

## Komentář k odhadovaným výsledkům

Odhadujeme, že společnost ČEZ za druhé letošní čtvrtletí představí meziročně slabší výsledky na všech úrovních hospodaření. Na úrovni výnosů tak za 2Q 2013 prognózuje meziroční pokles o 1,9 % na hladinu 51,2 mld. Kč, když mezi hlavními negativními faktory by měly patřit meziročně nižší realizační ceny elektřiny. Zatímco v loňském roce ČEZ prodával elektřinu ze svých zdrojů v průměru za 52,50 EUR/MWh, tak na letošní rok má téměř veškerou svojí produkci elektřiny zajištěnu za cenu kolem 51,50 EUR/MWh. Očekáváme však, že konečná průměrná zajištěná prodejní cena elektřiny na rok 2013 bude pravděpodobně ještě o cca 1 EUR nižší. ČEZ totiž ještě letos nemá doprodanou celou produkci elektřiny z uhelné elektrárny Počerady (ČEZ byl na počátku roku 2013 v nejistotě kvůli nedojednanému dlouhodobému kontraktu na dodávky uhlí se společností Czech Coal, proto pozdržel předprodeje elektřiny. Strategický kontrakt pro elektrárnu byl nakonec uzavřen letos v březnu). Jedná se o zhruba 2000 GWh (celková roční produkce Počerad se pohybuje kolem 6600 GWh) a tento objem elektřiny bude muset společnost prodávat za aktuální nízké ceny (např. měsíční forwardový kontrakt silové elektřiny se na německé burze pohybuje na úrovni 35,65 EUR/MWh), což by v konečném důsledku mohlo podle našich odhadů srazit průměrnou celoroční realizační cenu o výše zmíněné jedno euro. Ohledně produkce elektřiny za 2Q 2013 nepředpokládáme výraznější meziroční výkyv, když odhadujeme, že by se mohla pohybovat kolem úrovně 16000 GWh. Námi očekávaný meziroční pokles výroby z uhelných elektráren (zejména vlivem odstávky tří bloků elektrárny Pruněvov, u nichž probíhá komplexní obnova) by měl být částečně kompenzován spolehlivou výrobou z jaderných elektráren, u kterých odhadujeme cca 2 % meziroční růst výroby na zhruba 7100 GWh. Uhelným elektrárnám navíc příliš nenahrává klesající trend cen silové elektřiny. To snižuje rentabilitu zejména zastaralejších, méně efektivních uhelných elektráren. Za této konstelace má pak ČEZ tendence o něco méně nasazovat uhelné zdroje a produkce z jádra je tím pádem preferovanější variantou. Průměrné náklady na výrobu 1 MWh z jádra mohou být totiž podle našich odhadů o cca třetinu nižší než průměrné výrobní jednotkové náklady uhelných elektráren. Pozitivní vliv do tržeb, potažmo do provozních zisků očekáváme z prodeje zemního plynu, když očekáváme pokračující nárůst počtu zákazníků a ČEZ by tak měl dále potvrzovat roli nejvýznamnějšího alternativního dodavatele této komodity.

Provozní zisk před odpisy (EBITDA) za 2Q 2013 očekáváme ve výši 19,7 mld. Kč, meziročně o 10,9 % níže. Vedle výše zmíněného meziročního poklesu výnosů se podle našich odhadů negativně do EBITDA projeví nutnost nakupovat část emisních povolenek určených pro výrobu elektřiny, když v letošním roce již ČEZ nebude dostávat všechny povolenky zdarma, tak jak tomu bylo ještě v roce 2012. Odhadujeme tak, že negativní vliv emisních povolenek do EBITDA by se mohl za 2Q 2013 pohybovat kolem hladiny 0,7 mld. Kč. Meziročně slabší výsledky dále očekáváme z bulharské distribuční divize. Negativně se zejména projeví rozhodnutí bulharského regulátora z letošního března, kdy byla distribuční divize CEZ Razpredelenie nucena snížit ceny elektřiny pro domácnosti o 7 %. EBITDA z bulharské distribuce tak za 2Q 2013 očekáváme cca 0,2 mld. Kč, meziročně nižší o 0,1 mld. Kč. Naopak mírně pozitivní meziroční příspěvek do celkové EBITDA předpokládáme od segmentu rumunské výroby, a to ve výši zhruba 0,1 mld. Kč. Rumunský větrný park Fantanele a Cogealet již letos funguje na plný výkon, když na konci roku 2012 bylo připojeno k síti všech 240 větrných turbín. Ve 2Q 2013 tak očekáváme, že ČEZ v Rumunsku meziročně navýší výrobu o cca 45 % na 250 GWh, což by mělo implikovat rumunskou EBITDA kolem 0,6 mld. Kč. Provozní zisk z rumunské výroby by však mohl být o zhruba 0,2 mld. Kč vyšší, kdyby cena zeleného certifikátu v průběhu 2Q 2013 neklesla na průměrnou cenu 40 EUR/MWh. V 1Q 2013 totiž ještě ČEZ inkasoval za jeden zelený certifikát 54 EUR/MWh (celkově ČEZ v Rumunsku zatím dostává 2 zelené certifikáty). V průběhu letošního prvního pololetí však v Rumunsku, v důsledku nárůstu nákladů na podporu obnovitelných zdrojů energie (OZE), rostl politický tlak mající za cíl snížit podporu OZE. To se negativně projevilo do ceny zelených certifikátů a navíc rumunské instituce schválily s platností od 1. července 2013 odebrání jednoho zeleného certifikátu (mělo by se jednat o odklad, kdy ČEZ by měl získat zpět tento certifikát v roce 2018). Podpora OZE v Rumunsku se tak v průběhu roku 2013 snižuje, což bude mít negativní dopad do ziskovosti ČEZu. Původní plány společnosti hovořily o EBITDA zisku z rumunské výroby za rok 2013 okolo 5 mld. Kč. Aktuálně odhadujeme, že by ČEZ za celý letošní rok mohl v Rumunsku realizovat EBITDA cca 3 mld. Kč. To je na druhou stranu pořád o 0,4 mld. Kč více oproti roku 2012, když očekáváme, že pozitivní roli letos sehraje předpokládaná vyšší výroba z rumunského větrného parku. Na úrovni EBIT za 2Q 2013 prognózuje meziroční pokles o 17,9 % na 12,8 mld. Kč, když vedle výše uvedených vlivů bude podle našich odhadů negativně působit meziroční růst odpisů o téměř 7 % na 7 mld. Kč. Do očekávaného růstu odpisů se projevuje vliv akvizic (např. začlenění teplárny EnergoTrans do Skupiny ČEZ, ke kterému došlo v polovině roku 2012) a investic do dlouhodobého majetku (např. již probíhající modernizace uhelné elektrárny Tušimice, výstavba nového uhelného zdroje v Ledvicích, nový paroplynový zdroj v Počeradech či investice v jaderné elektrárně Dukovany, jenž zvýšila výkon elektrárny). Tržní konsensus analytiků počítá oproti našim odhadům s o něco mírnějšími meziročními poklesy provozních zisků, když pravděpodobně počítá s mírně nižšími provozními náklady. Existuje tak určitý prostor, že nás ČEZ může mírně pozitivně překvapit na straně nákladů.

Na úrovni čistého zisku očekáváme, že ČEZ realizuje za 2Q 2013 výsledek na úrovni 9,1 mld. Kč, což by znamenalo meziroční pokles o 28,9 %. Ve finanční části výsledovky neočekáváme, oproti 1Q 2013, kdy ČEZ zaúčtoval pozitivní efekt vyčlenění albánské divize z konsolidačního celku ve výši 1,8 mld. Kč, žádné výraznější jednorázové vlivy, ať už v pozitivním či negativním směru. Prodej elektrárny Chvaletice společnosti Litvínovská uhelná se ještě podle našich odhadů do výsledků ČEZu účetně neprojeví, jelikož k oficiálnímu schválení této transakce ze strany Evropské komise došlo až na začátku letošního srpna. Pozitivní vliv tohoto prodeje do čistého zisku ČEZu očekáváme až v druhé polovině roku 2013. Odhadujeme, že mezi pozitivní vlivy do čistého zisku za 2Q 2013 by měla patřit např. absence darovací daně z emisních povolenek, která byla pro letošní rok již zrušena (pozitivní dopad cca +0,4 mld. Kč). Jinak budou na čistou ziskovost za druhé letošní čtvrtletí působit zejména námi očekávané meziroční poklesy na provozní úrovni hospodaření.

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 nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované 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 spoluvedoucím 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 zájmů 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 12.8.2013 má Fio banka, a.s. 8 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 1 doporučení koupit, 5 doporučení držet a 2 doporučení akumulovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o pověré prezentaci investičních doporučení §7.

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