

Analýzy a doporučení

ČEZ

Odhady výsledků za 2Q 2015

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 675 Kč

10. 8. 2015

Odhady hospodaření za 2Q 2015

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

ČEZ, a.s.
Duhová 2/1444
Praha 4, 14053
www.cez.cz

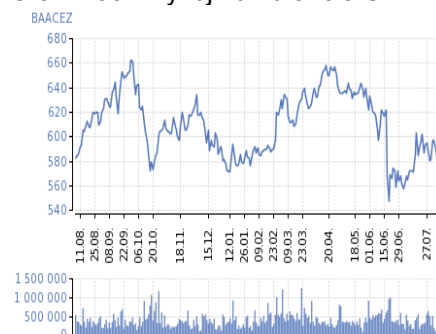
Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
Tržní kapitalizace: 313,0 mld. Kč
Závěrečná cena k 7.8.2015: 581 Kč
Roční maximum: 663 Kč
Roční minimum: 547 Kč
Zařazen v indexech: PX, WIG, CEEEUR, CETOP 20...
Podíl v indexu PX: 18,65 %

Struktura akcionářů

Česká republika: 69,78 %
Free Float: 30,22 %
Koeficient beta oproti indexu PX: 0,92

Graf: Roční vývoj kurzu akcie ČEZ



Hospodářské výsledky společnosti ČEZ za 2Q 2015, resp. 1H 2015 budou vyhlášeny 11. 8. 2015 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. Ve druhém letošním čtvrtletí očekáváme meziročně slabší výsledky na všech úrovních hospodaření. Obdobně jako v prvním čtvrtletí by hospodaření společnosti mělo být negativně ovlivněno zejména meziročně nižší realizační cenou elektřiny. Jak je trhu již známo, ČEZ si pro letošní rok zajistil prodejní cenu ze svých zdrojů blízko úrovně 39 EUR/MWh, což je oproti roku 2014 meziročně níže o 11 %. Na rozdíl od 1Q 2015 neočekáváme příznivý příspěvek od produkce elektřiny, když předpokládáme zhruba 8% meziroční pokles výroby z jádra, jenž by měl být způsobený jednak odlišným harmonogramem plánovaných odstávek a jednak z části i neplánovanou odstávkou na druhém bloku Temelína. Námi očekávaný pouze mírný nárůst produkce z uhlí a větru nebude stačit kompenzovat výše zmíněný pokles z jaderných elektráren, což indikuje meziroční snížení celkové produkce ve 2Q 2015 o cca 2 %. Meziročně nižší podpora obnovitelných zdrojů podle našich odhadů negativně ovlivní provozní ziskovost z rumunských větrných parků s negativním dopadem do EBITDA kolem 0,5 mld. Kč. Na druhou stranu ČEZ dopředu indikoval, že ve druhém letošním čtvrtletí zaučtuje do provozní úrovně hospodaření mimořádný příjem v objemu 1 mld. Kč plynoucí z vyhraného soudního sporu se Správou železniční dopravní cesty. Výše zmíněné hlavní negativní vlivy však podle našich odhadů převáží a předpokládáme tak, že ČEZ ve 2Q 2015 vykáže zhruba 13% meziroční pokles EBITDA zisku na 16,3 mld. Kč a cca 30% pokles očištěného čistého zisku na úroveň 6,5 mld. Kč.

Tabulka č.1: Odhady hospodaření za 2Q 2015

mld. Kč	2Q 2015	konsensus trhu*	2Q 2014	y/y	1Q 2015	q/q
Výnosy	45,6	47,44	48,5	-6,0%	53,0	-14,0%
EBITDA	16,3	16,94	18,7	-12,8%	19,1	-14,7%
EBIT	9,1	9,55	11,8	-22,9%	12,0	-24,2%
Čistý zisk	6,5	6,81	9,4	-30,9%	7,6	-14,5%
Zisk na akcii (Kč)	12,2	-	17,6	-30,7%	14,1	-13,5%

*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Pozn.: EBIT, čistý zisk a zisk na akcii za 2Q 2014 jsou očištěné o opravné položky k rumunským aktivům ve výši 2,1 mld. Kč; bez tohoto očištění EBIT za 2Q 2014 činil 9,7 mld. Kč, čistý zisk 7,3 mld. Kč a zisk na akcii 13,8 Kč; v 1Q 2015 ČEZ nezaúčtoval žádné mimořádné vlivy, čísla tak nebylo třeba očišťovat

Tabulka č.2: Odhady hospodaření za 1H 2015

mld. Kč	1H 2015	konsensus trhu*	1H 2014	y/y
Výnosy	98,6	100,45	101,7	-3,0%
EBITDA	35,4	36,08	39,9	-11,3%
EBIT	21,1	21,58	26,2	-19,5%
Čistý zisk	14,1	14,41	19,3	-26,9%
Zisk na akcii (Kč)	26,3	-	36,2	-27,3%

*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Pozn.: EBIT, čistý zisk a zisk na akcii za 1H 2014 jsou očištěné o opravné položky k rumunským aktivům ve výši 2,1 mld. Kč. Bez tohoto očištění EBIT za 1H 2014 činil 24,1 mld. Kč, čistý zisk 17,2 mld. Kč a zisk na akcii 32,3 Kč.

Komentář k odhadovaným výsledkům

Společnost ČEZ podle našich odhadů ve 2Q 2015 představí meziroční pokles výnosů o 6 % na 45,6 mld. Kč, a to zejména kvůli cca 11% meziročnímu poklesu realizačních cen elektřiny, když ČEZ letos prodává silovou elektřinu ze svých zdrojů za ceny blízko 39 EUR/MWh, zatímco v loňském roce to bylo za 44 EUR. Na rozdíl od prvního letošního čtvrtletí, kdy produkce elektřiny rostla o téměř 3 % y/y a podpořila tak výnosy, tentokrát očekáváme mírně negativní příspěvek, a to hlavně kvůli meziročně slabší výrobě z jádra. Podle pravidelně zveřejňovaných dat samotnou společností by produkce z jaderných elektráren měla ve 2Q 2015 činit cca 6700 GWh, což je pokles o téměř 8 % y/y. Domníváme se, že tento pokles může být způsoben jednak meziročně odlišným harmonogramem plánovaných odstávek (tedy zřejmě delší odstávky ve 2Q 2015) a z části i neplánovanou odstávkou na druhém bloku Temelína, který oproti původním předpokladům ve druhé polovině června kvůli opravě jednoho z parogenerátorů nevyráběl (tato neplánovaná odstávka pokračovala po celý červenec, větší negativní dopad tak bude mít až do výsledků za 3Q 2015). Výroba z tuzemských uhelných elektráren výše zmíněný pokles z jádra dle našich odhadů nevykompenzuje, když nový zdroj v Ledvicích ani zmodernizované tři bloky v Prunéřově zatím nevyrábí. Námi předpokládaný 1 – 2% meziroční růst z tuzemských uhelných elektráren by tak měl být dán pouze slabou srovnávací základnou, když ve 2Q 2014 produkce činila podprůměrných 5725 GWh. Celkovou produkci tak ve 2Q 2015 očekáváme kolem úrovně 14100 GWh, meziročně níže o cca 2 %.

Námi odhadovaný pokles výnosů by se tak měl negativně projevit do provozního zisku EBITDA, který za 2Q 2015 predikujeme na úrovni 16,3 mld. Kč, meziročně níže o 12,8 %. Nejvýznamnější negativní dopad do EBITDA, obdobně jako v minulých kvartálech, by měl mít výše zmíněný pokles realizačních cen vyrobené elektřiny, konkrétně odhadujeme kolem 2 mld. Kč. Segment výroby a obchodu má ve výsledcích ČEZu největší váhu (na celkové EBITDA se podílí cca 55 %, je tak zřejmé, že nižší realizační (prodejní) ceny mají zásadní dopad do ziskovosti společnosti. Předpokládáme mírně nižší produkce elektřiny podle našich projekcí přinese negativní dopad do EBITDA v rozmezí 0,2 – 0,3 mld. Kč. Nepříznivý meziroční dopad do provozní ziskovosti rovněž očekáváme ze strany rumunského segmentu výroby, kde se ČEZu kvůli regulatorním zásahům výrazněji snížila podpora z výroby tamních větrných parků. Zatímco ještě ve 2Q 2014 společnost dostávala větší část prvního zeleného certifikátu (tedy cca na 56 % celkové instalované kapacity větrného parku), tak ve 2Q 2015 se podpora snížila pouze na 14 % celkové kapacity (tedy ČEZ získával pouze marginální část prvního certifikátu). Ačkoliv predikujeme, že výroba z větrných farem by mohla stoupnout o 8,7 % y/y na cca 250 GWh, tak to zřejmě nevykompenzuje nižší podporu obnovitelných zdrojů energie. EBITDA z rumunské výroby tak očekáváme meziročně nižší o 0,4 – 0,5 mld. Kč.

Výše zmíněné hlavní negativní vlivy bude částečně kompenzovat mimořádný příjem ve výši 1 mld. Kč vysouzený ze sporu se Správou železniční dopravní cesty (SŽDC). K rozsudku Vrchního soudu došlo již letos v březnu, tato informace je tak trhu známa a samotný ČEZ dopředu indikoval, že 1 mld. Kč zaúčtuje do EBITDA zisku za 2Q 2015. Tento mimořádný příjem konkrétně příznivě ovlivní tuzemský segment prodeje, jehož EBITDA by tak měla stoupnout na úroveň kolem 2 mld. Kč z loňských 0,9 mld. Kč. ČEZ má však šanci vysoudit od SŽDC další cca 1 mld. Kč (jako v prvním případě se jedná o spor týkající se objednané, ale neodebrané elektřiny; liší se pouze roky, když již vysouzená 1 mld. Kč se týká roku 2010, zatímco potenciální druhá 1 mld. Kč souvisí s rokem 2011), v tomto případě ale doposud nepadlo rozhodnutí ze strany soudu. V ostatních segmentech, ať už se jedná o tuzemskou či bulharskou distribuci neočekáváme výraznější meziroční změny a tedy měly by mít nevýrazný meziroční dopad do celkové EBITDA.

Nepředpokládáme, že ve druhém letošním čtvrtletí společnost zaúčtuje nějaké mimořádné opravné položky (odpisy) k majetku, neshledáváme pro to žádné podstatné důvody. V segmentech rumunské výroby a bulharské distribuce, ve kterých došlo k tvorbě výrazných opravných položek v letech 2013 a 2014, se situace podle našeho názoru stabilizovala, resp. v Rumunsku by se měla od 2H 2015 postupně zlepšovat, když předpokládáme, že ČEZ bude od

3Q 2015 opětovně dostávat na své větrné parky celý první zelený certifikát a tedy dojde ke zvýšení podpory obnovitelných zdrojů energie. Další mimořádné oprávky neočekáváme ani z nové paroplynové elektrárny Počerady, u které již došlo k výraznějšímu odpisu na konci roku 2013 v hodnotě téměř 2 mld. Kč. ČEZ začal tuto elektrárnu od 1Q 2015 odepisovat v rámci běžných odpisů, pro letošní rok tak již nevidíme důvod pro mimořádný odpis. Očekáváme tak, že odpisy dlouhodobého majetku budou mít ve 2Q 2015 pouze charakter běžných odpisů a nebudou se příliš lišit od úrovně 7,1 mld. Kč zaúčtované v prvním letošním kvartále. Provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) tak za 2Q 2015 očekáváme na úrovni 9,1 mld. Kč, což je meziročně níže o 22,9 % (pro meziroční srovnání jsme loňský EBIT očistili o mimořádné opravné položky k rumunským aktivům ve výši 2,1 mld. Kč, bez tohoto očištění EBIT za 2Q 2014 činil 9,7 mld. Kč).

Ve finanční části výsledovky by podle našich odhadů mělo negativně působit oslabení turecké liry vůči americkému dolaru, když tento měnový vývoj má nepříznivý dopad do hospodářských výsledků přidružených tureckých společností. Konkrétně odhadujeme meziroční negativní dopad z tohoto kurzového vlivu do čistého zisku kolem 0,5 mld. Kč. Očekáváme, že tento negativní vliv by mohl být kompenzován jednak pozitivním přeceněním opce na akcie MOL a jednak dividendovými příjmy plynoucími od společností patřící do Skupiny ČEZ. Celkově však očištěný čistý zisk pod vlivem námi predikovaných meziročně slabších provozních čísel očekáváme nižší o 30,9 % y/y na úrovni 6,5 mld. Kč.

Vedle samotných výsledků za 2Q 2015 budeme sledovat, zda společnost ponechá či pozmění výhled hospodaření na letošní rok. Po výsledcích za 1Q 2015 zveřejněných v květnu ČEZ podržel výhled EBITDA a očištěného čistého zisku na úrovni 70 mld. Kč, resp. 27 mld. Kč. Tento výhled stále vnímáme jako poměrně ambiciózní a pokud by se ho společnosti podařilo naplnit, hodnotili bychom to pozitivně. My prozatím zůstáváme mírně konzervativnější a letošní EBITDA zisk odhadujeme blízko úrovně 69 mld. Kč a čistý zisk v rozmezí 26 – 27 mld. Kč. Kvůli neplánované více než měsíční odstávce druhého bloku Temelína se domníváme, že ČEZ zřejmě nesplní ambiciózní cíl letošní produkce ve výši kolem 69000 GWh. Domníváme se, že dopad této odstávky na letošní výsledky by mohl být zhruba neutrální, když proti tomu půjde pozitivní vliv v podobě mimořádného příjmu ve výši 1 mld. Kč z vyhraného sporu se SŽDC. Zda bude letošní výhled ziskovosti naplněn či nikoliv bude podle našeho názoru do značné míry záviset na tom, zda se ČEZu podaří ve druhé polovině letošního roku naplňovat plán postupného náběhu komerční výroby z nové uhelné elektrárny v Ledvicích, resp. ze zmodernizovaných tří bloků uhelné elektrárny v Prunéřově.

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 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 10. 8. 2015 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 2 doporučení koupit, 1 doporučení redukovat, 1 doporučení držet a 2 doporučení akumulovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povinné prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz