

**Doporučení: Držet**  
**Cílová cena: 419 Kč**

10. 5. 2016

#### Výsledky hospodaření za 1Q 2016

#### Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

ČEZ, a.s.  
Duhová 2/1444  
140 53 Praha 4  
[www.cez.cz](http://www.cez.cz)

Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny  
Tržní kapitalizace: 229,8 mld. Kč  
Závěrečná cena k 9.5.2016: 427,20 Kč  
Roční maximum: 644 Kč  
Roční minimum: 364,10 Kč  
Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP 20...  
Podíl v indexu PX: 22,52 %

#### Struktura akcionářů

Česká republika: 69,78 %  
Free Float: 30,22 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,95

#### Roční vývoj ceny akcie ČEZ



Společnost ČEZ dnes ráno před otevřením trhu zveřejnila své hospodářské výsledky za 1Q 2016.

#### Výsledky hospodaření za 1Q 2016

mld. Kč	1Q 2016	konsensus trhu*	1Q 2015	y/y	4Q 2015	q/q
Výnosy	51,9	53,60	54,2	-4,2%	59,6	-12,9%
EBITDA	20,0	17,70	19,1	4,7%	16,7	19,8%
EBIT	13,0	10,30	12,0	8,3%	4,3	202,3%
Čistý zisk	10,0	7,15	7,6	31,6%	9,0	11,1%
Zisk na akcii (Kč)	18,5	-	14,1	31,2%	16,8	10,1%

\*průměr podle průzkumu společnosti ČEZ

Pozn.: Čistý zisk a zisk na akcii jsou očištěné o mimořádné vlivy

ČEZ svými výsledky za 1Q 2016 překonal jak naše očekávání, tak očekávání trhu. Výnosy ve výši 51,9 mld. Kč sice byly téměř v souladu s našimi odhady, nicméně ziskovost překonala očekávání. EBITDA zisk meziročně vzrostl o 4,7 % na 20 mld. Kč, což bylo více než námi předpokládaných 17,7 mld. Kč (trh rovněž v průměru očekával 17,7 mld. Kč). Na EBITDu podle našeho očekávání negativně působily meziročně nižší prodejní ceny silové elektřiny (nepříznivý vliv do EBITDA ve výši 1,5 mld. Kč) a meziročně nižší výroba z jaderných elektráren (nepříznivý vliv ve výši 0,5 mld. Kč). ČEZ však pozitivně překvapil relativně vysokým výdělkem z tradingových aktivit na velkoobchodním trhu s elektřinou, což mělo příznivý dopad do EBITDA ve výši 1,1 mld. Kč. Pozitivní dopad do EBITDA v rámci tuzemského segmentu výroby měly rovněž kurzové vlivy (USD/EUR), a to ve výši 0,6 mld. Kč. ČEZ také vykázal mírně nižší provozní náklady, než jsme očekávali. Příznivá úroveň EBITDA se pak pozitivně projevila do provozního zisku EBIT, jenž dosáhl hladiny 13 mld. Kč (+8,3 % y/y), zatímco náš odhad činil 10,5 mld. Kč a do čistého zisku, který dosáhl hladiny 10 mld. Kč (naše očekávání, resp. očekávání trhu bylo posazeno na úrovni 7,4 mld. Kč, resp. 7,15 mld. Kč).

ČEZ, i přes velmi solidní ziskovost v 1Q 2016, ponechal letošní výhled EBITDA, resp. očištěného čistého zisku na úrovni 60 mld. Kč, resp. 18 mld. Kč. Domníváme se, že výhled byl ponechán na neměnné úrovni zejména z toho důvodu, že ČEZ snížil výhled letošní produkce, a to z 67800 GWh na 66200 GWh.

Celkově dnešní výsledky, z důvodu dobré ziskovosti, hodnotíme pozitivně.

## Rozšířený komentář k výsledkům hospodaření

Společnost ČEZ v prvním letošním čtvrtletí vykázala meziroční pokles výnosů o 4,2 % na 51,9 mld. Kč, což bylo téměř v souladu s našimi očekáváními. Podle předpokladů se tak výpadek produkce z jádra účetně negativně projevil až do ziskových marží na úrovni EBITDA.

Ziskovost ČEZu v 1Q 2016 však pozitivně překvapila. Provozní zisk před odpisy (EBITDA) meziročně stoupl o 4,7 % na 20 mld. Kč, zatímco my jsme předpokládali pokles o 7 % y/y k úrovni 17,7 mld. Kč (tržní konsensus byl rovněž posazen v průměru na úrovni 17,7 mld. Kč). Podle předpokladů mezi hlavní negativní vlivy patřily nižší prodejní ceny vyrobené elektřiny a nižší objem produkce elektřiny. Prodejní (realizační) ceny elektřiny poklesly z loňských cca 39 EUR/MWh na letošních cca 34 – 35 EUR/MWh s nepříznivým dopadem do EBITDA za 1Q 2016 ve výši 1,5 mld. Kč. Meziročně nižší výroba elektřiny o 5 % na 17000 GWh byla v souladu s očekáváními téměř výhradně způsobena výpadkem na výrobě z jaderných zdrojů (-15 % y/y na 7300 GWh), když se neplánované odstávky způsobené kontrolou svarů na Dukovanech protáhly ještě do začátku letošního roku. Nižší výroba pak snížila EBITDu o 0,5 mld. Kč.

Proti těmto hlavním nepříznivým faktorům však navzdory našim předpokladům (a rovněž navzdory očekáváním celého trhu) pozitivně působil zejména vysoký zisk z obchodování na velkoobchodním trhu s elektřinou s pozitivním vlivem do EBITDA 1,1 mld. Kč. ČEZ tak v rámci svého spekulativního obchodování (tradingu) se silovou elektřinou dokázal využít volatilitních cen z průběhu prvního letošního kvartálu. Meziroční příspěvek z obchodování kolem 1 mld. Kč za jeden kvartál je nadstandardní záležitostí, když ČEZ tento objem zisků většinou realizuje za celý rok. Nadstandardní zisk z tradingu tak byl hlavním faktorem, který napomohl k neočekávanému meziročnímu růstu EBITDA. Vedle tohoto vlivu ještě v rámci tuzemského sektoru výroby příznivě působil kurzový vliv plynoucí z pohybu USD/EUR s pozitivním dopadem do EBITDA ve výši 0,6 mld. Kč. Ve výčtu faktorů, které pozitivně překvapily a které se podílely na meziročním růstu EBITDA je ještě třeba zmínit jednak provozní výsledek tuzemského segmentu distribuce, jenž dosáhl v 1Q 2016 úrovně 4,5 mld. Kč, zatímco náš odhad se pohyboval v blízkosti 4 mld. Kč (i přes solidní loňskou srovnávací základnu se ČEZu v 1Q 2016 podařilo nadále navýšit objem distribuované elektřiny v ČR (+4,6 % y/y), což mělo pozitivní vliv do celkové EBITDA ve výši 0,4 mld. Kč) a jednak ČEZ obecně vykázal v prvním letošním čtvrtletí mírně nižší provozní náklady než jsme predikovali.

Ostatní segmenty, ať už je to segment rumunské výroby (kde téměř v souladu s naším očekáváním ČEZ vykázal díky obnovenému přidělu zelených certifikátů pro tamní větrnou farmu meziroční nárůst EBITDA o 0,4 mld. Kč na 0,6 mld. Kč), segment bulharské distribuce či segment tuzemského prodeje elektřiny, vykázaly výsledky, jenž nás výrazně nepřekvapily.

Nad očekávání příznivá ziskovost na úrovni EBITDA se pak pozitivně projevila i do ostatních úrovní hospodaření. Konkrétně provozní zisk po odpisech (EBIT) meziročně vzrostl o 8,3 % na 13 mld. Kč (naše očekávání bylo 10,5 mld. Kč, trh v průměru očekával 10,3 mld. Kč) a čistý zisk vykázal meziroční růst o 31,6 % na hladinu 10 mld. Kč (naše prognóza byla posazena na úrovni 7,4 mld. Kč, trh v průměru předpokládal 7,15 mld. Kč).

Dnešní vykázané výsledky za 1Q 2016 tak lze hodnotit pozitivně, ČEZu se první kvartál povedl a překonal odhady trhu.

K letošním výhledu však management ČEZu přistupuje konzervativně a i přes relativně silný 1Q 2016 ponechává výhled EBITDA ve výši 60 mld. Kč a výhled očištěného čistého zisku na úrovni 18 mld. Kč. Podle našich prvních odhadů by se letošní EBITDA mohla přiblížit alespoň k úrovni 61 mld. Kč a očištěný čistý zisk k úrovni 19 mld. Kč. Na druhou stranu komerční spuštění nové uhelné elektrárny v Ledvicích nabírá zpoždění (podle dnešního vyjádření managementu na tiskové konferenci by ke spuštění mělo dojít v řádu měsíců), což je riziko pro plánovaný objem produkce, potažmo pro EBITDu, v dalších letošních kvartálech lze očekávat zvyšující se náklady na emisní povolenky a rovněž výše uvedený mimořádný zisk z tradingu nelze v dalších kvartálech očekávat. To mohou být hlavní důvody proč management ČEZu prozatím ponechává výhled letošní ziskovosti na neměnné úrovni.

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 10. 5. 2016 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 2 doporučení koupit, 3 doporučení držet a 1 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o pověsti prezentaci investičních doporučení §7.

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