

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

4. 11. 2016

#### Odhady hospodaření za 3Q 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)

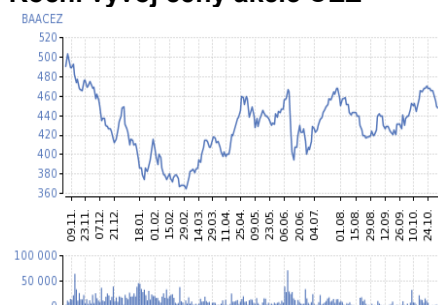
Odvětví: výroba a prodej elektřiny  
Tržní kapitalizace: 245,3 mld. Kč  
Závěrečná cena k 3.11.2016: 460 Kč  
Roční maximum: 503 Kč  
Roční minimum: 365 Kč  
Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP, BEUELEC...  
Podíl v indexu PX: 20,1 %

#### Struktura akcionářů

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

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,95

#### Roční vývoj ceny akcie ČEZ



Hospodářské výsledky společnosti ČEZ za 3Q 2016, resp. 9M 2016 budou vyhlášeny 8.11.2016 v 8:00h a v 10:00h bude následovat tisková konference k uvedeným výsledkům. Konferenční hovor s managementem společnosti začne v 16:00h.

Očekáváme, že ČEZ ve třetím letošním čtvrtletí představí meziročně slabší výsledky na všech úrovních hospodaření. Kromě meziročně nižších cen silové elektřiny, což je negativní faktor, jenž je patrný ve všech letošních kvartálech, bude rovněž nepříznivě působit výraznější propad produkce elektřiny z jaderných elektráren. V průběhu 3Q 2016 neplánovaně prodloužené odstávky na Temelíně 2 a Dukovanech 3 podle našich odhadů způsobí meziroční pokles produkce z Temelína, resp. Dukovan o 34 %, resp. o 15 %. Celkově by tak za 3Q 2016 měla být výroba z jádra nižší o zhruba 21 % y/y, což je citelný výpadek, jenž by neměl být kompenzován ani námi předpokládanou meziročně vyšší výrobou z tuzemských uhelných elektráren. Nižší ceny elektřiny a nižší výroba by tedy měly mít nejcitelnější negativní dopad do EBITDA, predikujeme zhruba 2 mld. Kč. Zejména díky těmto dvěma vlivům očekáváme za 3Q 2016 pokles EBITDA o 20,2 % y/y na 10,3 mld. Kč. Do provozního zisku EBIT, potažmo do očištěného čistého zisku by pak navíc měly nepříznivě působit meziročně vyšší odpisy a nákladové úroky, což je důsledek zařazení do majetku komplexně zmodernizovaných tří bloků elektrárny Prunéřov. EBIT tak prognózuje ve výši 2,5 mld. Kč a pokud ho porovnáme s loňským EBIT očištěným o opravné položky, pak se jedná o 56% meziroční pokles. Očištěný čistý zisk odhadujeme níže o 84,4 % y/y na úrovni 0,5 mld. Kč.

Sledovanou záležitostí bude výhled EBITDA a očištěného čistého zisku na letošní rok. Domníváme se, že dosavadní výhled EBITDA ve výši 58 mld. Kč a očištěného čistého zisku 18 mld. Kč je v ohrožení. Problémy s odstávkami na jaderných elektrárnách totiž neustávají, od posledního srpnového srpnového výsledku ČEZ oznámil další výpadky produkce na obou blocích Temelína v celkovém objemu zhruba 2000 GWh, což podle našich odhadů může znamenat negativní dopad do EBITDA kolem 1 mld. Kč. Počítáme tedy s variantou, že ČEZ může zkorigovat výhled EBITDA k 57 mld. Kč a výhled očištěného čistého zisku do rozmezí 17 – 17,5 mld. Kč.

#### Tabulka č. 1: Odhady hospodaření za 3Q 2016

mld. Kč	3Q 2016	konsensus trhu*	3Q 2015	y/y	2Q 2016	q/q
Výnosy	45,0	45,56	47,7	-5,7%	47,0	-4,3%
EBITDA	10,3	11,14	12,9	-20,2%	13,1	-21,4%
EBIT	2,5	3,62	5,7	-56,1%	6,0	-58,3%
Čistý zisk	0,5	1,66	3,2	-84,4%	4,8	-89,6%
Zisk na akcii (Kč)	1,0	-	6,0	-83,3%	9,0	-88,9%

\*průměr podle průzkumu společnosti ČEZ  
Pozn.: Čistý zisk, zisk na akcii a EBIT (jak odhad na 3Q 2016, tak vykázaný za 3Q 2015, resp. 2Q 2016) jsou očištěné o mimořádné vlivy.

**Tabulka č.2: Odhady hospodaření za 9M 2016**

mld. Kč	9M 2016	konsensus trhu*	9M 2015	y/y
Výnosy	143,9	143,94	150,6	-4,4%
EBITDA	43,5	44,11	48,4	-10,1%
EBIT	21,4	21,45	27,0	-20,7%
Čistý zisk	15,3	15,60	18,6	-17,7%
Zisk na akcii (Kč)	28,6	-	34,8	-17,8%

\*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Pozn.: Čistý zisk, zisk na akcii a EBIT (jak odhad na 9M 2016, tak vykázány za 9M 2015) jsou očištěné o mimořádné vlivy.

### Komentář k odhadovaným výsledkům

Společnost ČEZ podle našich odhadů ve třetím letošním čtvrtletí vykáže meziroční pokles výnosů o 5,7 % na 45 mld. Kč. Jako v předešlých dvou letošních kvartálech by měly na výnosy negativně působit nižší realizační ceny elektřiny, když ČEZ v loňském roce prodával silovou elektřinu z většiny svých zdrojů v průměru za cca 39 EUR/MWh, zatímco pro letošní rok počítáme s cenou poblíž 34,2 EUR/MWh. Solidní výsledky v segmentu zemního plynu, kdy se ČEZu letos vcelku daří akvírovat další zákazníky, by mohly podpořit celkové výnosy ve 3Q 2016, nicméně vliv meziročně nižších cen silové elektřiny podle našeho názoru převáží. Výpadky produkce z jaderných elektráren se zřejmě do tržeb (díky předprodejům elektřiny) účetně neprojeví, do marží a do EBITDA by se měly negativně projevit prostřednictvím vyšších nákladů na nákup elektřiny.

Provozní zisk EBITDA podle naší projekce zaznamenaná ve třetím letošním kvartále meziroční snížení o 20,2 % na hladinu 10,3 mld. Kč. Na tomto poklesu by se měl nejvýrazněji podepsat tuzemský segment výroby, a to hlavně prostřednictvím nižší ceny elektřiny a nižší výroby. Výše zmíněné meziročně nižší realizační ceny elektřiny budou mít dle naší predikce negativní dopad do EBITDA kolem 1,5 mld. Kč. Námi očekávaná slabší výroba bude způsobena výhradně propadem produkce z jádra.

Jak výroba v Temelíně, tak Dukovanech dosáhla ve 3Q 2016 podprůměrných úrovní. Konkrétně předpokládáme meziroční pokles produkce Temelína o cca 34 % na 1280 GWh a pokles produkce Dukovan o zhruba 15 % na 3100 GWh. Celkem tedy očekáváme produkci z jádra poblíž 4400 GWh (-21 % y/y), což lze hodnotit jako slabý výsledek, když ČEZ bývá schopen za normálních okolností (tzn. bez prodloužených odstávek) ve třetích kvartálech vyrábět i kolem 6500 – 7000 GWh. Nízká produkce z jádra za 3Q 2016 je způsobena neplánovaně prodlouženými odstávkami na Temelíně 2 a Dukovanech 3. Kvůli technickým komplikacím druhý blok Temelína neplánovaně nevyráběl celý srpen a září, třetí blok Dukovan ve 3Q 2016 kvůli kontrolám svarů neplánovaně nevyráběl zhruba dva a půl měsíce.

Na druhou stranu ČEZ na přelomu června a července již konečně rozjel komerční výrobu na třech komplexně zmodernizovaných blocích Prunéřova. Díky tomu očekáváme ve 3Q 2016 meziroční nárůst produkce elektřiny z tuzemských uhelných elektráren o cca 10 % na úroveň kolem 6700 GWh. Měla by to být však jen částečná kompenzace výše zmíněných výpadků z jádra, a tak celkovou produkci společnosti odhadujeme nižší o 5,3 % y/y, konkrétně blízko hladiny 12700 GWh. To podle našich odhadů bude znamenat negativní dopad do EBITDA kolem 0,5 mld. Kč. Nižší ceny elektřiny a produkce by tak celkově mohly meziročně srazit EBITDA zisk o cca 2 mld. Kč. Dále očekáváme meziročně vyšší náklady na emisní povolenky, když by se měl projevit každoročně se snižující příděl emisních povolenek, které ČEZ pro svou výrobu dostává zdarma. Pro letošní rok by objem povolenek obdržených zdarma měl činit 10,9 mil. ks, meziročně níže o 2,6 mil. ks. Celkově by tak tuzemský segment výroby kvůli nižším cenám elektřiny, nižší produkci a vyšším nákladům na emisní povolenky mohl negativně ovlivnit EBITDA za 3Q 2016 o cca 2,5 mld. Kč.

Meziroční změny provozní ziskovosti u ostatních segmentů budou podle našich odhadů působit víceméně protichůdně a tudíž celkový dopad do celkové EBITDA očekáváme marginální. Tak např. námi předpokládaný meziroční pokles provozní ziskovosti z rumunské distribuce o cca 0,2 mld. Kč (zejména kvůli nižším distribučním tarifům) by mohl být naopak kompenzován předpokládaným růstem ziskovosti v tuzemské distribuci o cca 0,3 mld. Kč, když očekáváme pozitivní dopad vyššího objemu distribuované elektřiny. Mírně pozitivní příspěvek ve výši 0,1 – 0,2 mld. Kč čekáme z rumunského výrobního segmentu, kde by se měla do výsledků příznivě projevit meziročně vyšší podpora tamních větrných farem plynoucí z obnoveného přídělu prvního zeleného certifikátu (v loňském 3Q byla podpora pouze částečná). Výrobu z rumunských větrníků sice očekáváme, vlivem regulatorního omezení a zřejmě i horších povětrnostních podmínek, meziročně slabší (kolem 220 GWh oproti loňským 243 GWh), nicméně

vyšší přiděl zelených certifikátů by měl zajistit alespoň mírný meziroční přírůstek provozního zisku EBITDA. Stagnaci či mírný pokles předpokládáme v bulharské distribuci, její EBITDA by se tak ve 3Q 2016 mohla pohybovat poblíž 0,4 mld. Kč. Naopak mírně lepší výsledek předpokládáme u tuzemského prodeje, což by mohlo být způsobeno jednak meziročně nižšími průměrnými nákupními cenami elektřiny (pozitivní dopad do hrubých marží z prodeje) a jednak rozšířením zákaznické základny odběratelů zemního plynu. EBITDA tohoto segmentu by se tak mohla pohybovat v rozmezí 0,9 – 1 mld. Kč, zatímco loni činila 0,8 mld. Kč.

Převaha výše zmíněných negativních faktorů se pak promítne i do provozního zisku EBIT, resp. do očištěného čistého zisku. Navíc ve třetím letošním čtvrtletí očekáváme jak nárůst odpisů, tak navýšení nákladových úroků. Jak uvádíme výše, od začátku 3Q 2016 se komerčně rozjely tři zmodernizované bloky Prunéřova. S tím souvisí i jejich účetní zařazení do majetku, a tedy začátek jejich odepisování. Předpokládáme tak, že ve 3Q 2016 odpisy jak mezikvartálně, tak meziročně stoupnou o cca 0,7 – 0,8 mld. Kč na 7,8 – 7,9 mld. Kč. S obdobnou úrovní odpisů pak počítáme i pro závěrečný kvartál letošního roku. S tím, jak se Prunéřov komerčně rozjel, se zároveň přestaly kapitalizovat úroky do pořizovací ceny investice, což by se mělo projevit do růstu nákladových úroků a následně nepříznivě ovlivnit očištěný čistý zisk. Nákladové úroky pro 3Q 2016 odhadujeme kolem 0,8 mld. Kč, což je meziroční i mezičtvrtletní nárůst o zhruba 0,2 mld. Kč.

Očekáváme tedy meziroční pokles provozního zisku EBIT o 56,1 % na 2,5 mld. Kč. Náš odhad EBITu a jeho meziroční srovnání je v očištěné podobě, když do prognózy nezahrnujeme případné opravné položky k dlouhodobému majetku. ČEZ často testuje hodnotu aktiv právě ve druhé polovině roku, proto nelze vyloučit tvorbu opravných položek (mimořádných odpisů) s negativním dopadem do EBIT, resp. čistého zisku. Na druhou stranu tržní ceny elektřiny se od letošních únorových minim výrazněji odrazily směrem vzhůru, což by při testování budoucích peněžních toků plynoucích z dlouhodobého majetku mělo podle našeho názoru tvorbu opravných položek tlumit. Na úrovni očištěného čistého zisku pak předpokládáme pokles z loňských 3,2 mld. Kč na 0,5 mld. Kč, když vedle výše zmíněného nárůstu nákladových úroků bude podle našich odhadů čistá ziskovost tlačena dolů rovněž 4% depreciací turecké liry vůči dolaru, což znamená nepříznivý dopad do výsledků hospodaření přidružených tureckých společností a tedy zaúčtování negativního kurzového vlivu, jenž odhadujeme kolem 0,4 mld. Kč.

S blížícím se koncem roku budou investoři bedlivě sledovat výhled hospodaření na letošní rok. V listopadu managementem stanovený výhled se totiž již příliš neliší od skutečně vykázaných výsledků za daný rok. Domníváme se, že management ČEZu přistoupí jak k další korekci výhledu EBITDA z 58 mld. Kč k úrovni poblíž 57 mld. Kč (již v srpnu přišlo první snížení z 60 mld. Kč na 58 mld. Kč), tak ke snížení výhledu očištěného čistého zisku z 18 mld. Kč do rozmezí 17 – 17,5 mld. Kč. Od letošního srpna totiž ČEZ postupně oznamoval další prodlužování odstávek na jaderných elektrárnách, konkrétně na obou blocích Temelína. To podle našich odhadů bude znamenat výpadek výroby kolem 2000 GWh (2 TWh) a další snížení letošního výhledu produkce elektřiny z jádra z úrovně 26,4 TWh na cca 24,5 GWh (oproti roku 2015 by to byl pokles o 8,6 %). Tento další neplánovaný výpadek produkce z jádra může mít podle našich odhadů negativní dopad do letošní EBITDA kolem 1 mld. Kč, proto spatřujeme snížení výhledu jako pravděpodobné. Aktuálně predikujeme, že ČEZ za rok 2016 dosáhne EBITDA zisku ve výši 56,8 mld. Kč a očištěného čistého zisku 17,3 mld. Kč.

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 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 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 4. 11. 2016 má Fio banka, a.s. 5 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 2 doporučení koupit, 2 doporučení držet a 1 doporučení akumulovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povětrné prezentaci investičních doporučení §7.

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