

Doporučení: Akumulovat
Cílová cena: 616 Kč

11. 11. 2014

Odhady hospodaření za 3Q 2014

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

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

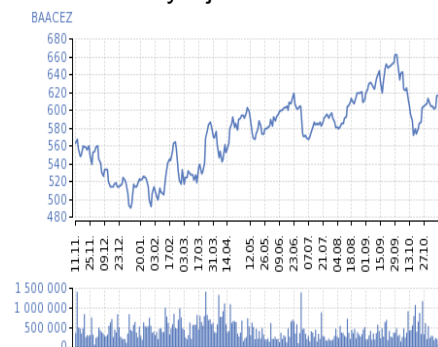
Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
 Tržní kapitalizace: 331,5 mld. Kč
 Závěrečná cena k 10.11.2014: 616 Kč
 Roční maximum: 663 Kč
 Roční minimum: 490 Kč
 Zařazen v indexech: PX, CECEEUR, CETOP 20...
 Podíl v indexu PX: 20 %

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 3Q 2014 budou vyhlášeny 12.11.2014 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. Na úrovni výnosů a provozního zisku EBITDA očekáváme (zejména kvůli nižší realizační ceně elektřiny) meziročně slabší výsledky, nicméně nepředpokládáme tak výrazné poklesy jako v předchozích dvou letošních kvartálech. Ve 3Q 2013 byly totiž výnosy negativně ovlivněny výraznější ztrátou z derivátů (kvůli přecenění plynového kontraktu). Tento negativní efekt v letošním třetím čtvrtletí nepředpokládáme a zejména díky tomu by tak meziroční pokles výnosů mohl být pouze zhruba 7%, zatímco v 1Q, resp. 2Q 2014 činil propad tržeb 11 %, resp. 9 %. Negativní efekt meziročně nižší silové elektřiny by se měl projevit i ve 3Q 2014 do poklesu EBITDA, nicméně predikujeme, že by nemusel být tak výrazný jako v předchozích letošních čtvrtletích, když by se do provozních výsledků za 3Q 2014 již měly postupně prosazovat realizovaná úsporná opatření. Loňské jednorázové opravné položky k aktivům výrazně srazily EBIT a čistý zisk za 3Q 2013. Pro obtížnou predikovatelnost uvádíme naše odhady EBIT a čistého zisku za 3Q 2014 očištěné o případné opravné položky, což indikuje meziroční zlepšení na těchto úrovních hospodaření. Nicméně management ČEZu již v polovině roku varoval o možném riziku zaúčtování dalších opravných položek k aktivům, když podrobné testování svého majetku většinou společnost provádí ve druhé polovině roku. To pak může srazit EBIT a čistý zisk za 3Q 2014 na nižší úroveň.

Tabulka č.1: Odhady hospodaření za 3Q 2014

mld. Kč	3Q 2014	konsensus trhu*	3Q 2013	y/y	2Q 2014	q/q
Výnosy	45,5	45,9	48,8	-6,8%	48,5	-6,2%
EBITDA	14,5	14,2	15,0	-3,3%	18,7	-22,5%
EBIT	7,5	7,0	3,4	120,6%	9,7	-22,7%
Čistý zisk	4,5	4,3	3,1	45,2%	7,3	-38,4%
Zisk na akcii (Kč)	8,4	-	5,9	42,4%	13,7	-39,1%

*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Tabulka č.2: Odhady hospodaření za 9M 2014

mld. Kč	9M 2014	konsensus trhu*	9M 2013	y/y
Výnosy	147,2	147,6	161,9	-9,1%
EBITDA	54,4	54,2	64,3	-15,4%
EBIT	31,6	31,1	38,5	-17,9%
Čistý zisk	21,7	21,6	31,7	-31,5%
Zisk na akcii (Kč)	40,7	-	59,4	-31,5%

*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Komentář k odhadovaným výsledkům

Společnost ČEZ by ve 3Q 2014 mohla podle našich odhadů realizovat výnosy ve výši 45,5 mld. Kč, což je o 6,8 % meziročně méně. Nejzásadnější negativní dopad do výnosů bude mít, obdobně jako v předchozích dvou letošních kvartálech, meziročně nižší realizační cena elektřiny, když ČEZ v loňském roce prodával ze svých zdrojů silovou elektřinu v průměru za 51 EUR/MWh, zatímco letos prodává za 44 EUR. Negativní efekt do výnosů očekáváme rovněž od objemu výroby, i když zdaleka ne tak výrazný jako u ceny elektřiny. Předpokládáme, že produkce elektřiny ve 3Q 2014 poklesne o zhruba 2 – 3 % y/y na cca 14700 GWh, když přeci jen ještě očekáváme mírně slabší produkci z tuzemských uhelných elektráren kvůli loňskému prodeji Chvaletic. K prodeji této uhelné elektrárny došlo až loni v září, předpokládáme tak, že větší část 3Q 2013 ještě produkovala pro ČEZ. Produkci elektřiny z jádra očekáváme víceméně stabilní, bez nějaké výraznější meziroční změny, tedy kolem úrovně 7000 GWh. Naopak pozitivní meziroční efekt do výnosů očekáváme ze strany obchodování s komoditními deriváty, když v loňském třetím kvartále došlo kvůli přecenění plynového kontraktu ke ztrátě z derivátových obchodů kolem 1 mld. Kč. Společnost již dopředu indikovala, že takovýto negativní efekt z derivátů se ve 3Q 2014 opakovat nebude. To by tak mělo posílit letošní výnosy. Zejména kombinace námi předpokládaného nevýrazného meziročního poklesu produkce a výše zmíněného efektu z obchodování s deriváty by měla zapříčinit, že meziroční pokles výnosů za 3Q 2014 nebude tak výrazný jako v letošním prvním a druhém čtvrtletí.

I v letošním třetím kvartále očekáváme meziročně slabší provozní zisk EBITDA, když nejvýraznější negativní efekt by měl opět přicházet z tuzemského segmentu výroba a obchod. Konkrétně zhruba 14% meziroční pokles realizační ceny elektřiny by měl mít podle našich odhadů negativní dopad do EBITDA za 3Q 2014 kolem 2 mld. Kč. Námi predikovaný nižší objem výroby by mohl přinést negativní meziroční dopad do EBITDA cca 0,3 mld. Kč. Nepříliš pozitivní vývoj stále vidíme z aktivit v jihovýchodní Evropě. Vývoj v rumunském segmentu výroby se zřejmě ani ve 3Q 2014 neotočí do pozitivního směru. K osekání podpory OZE v Rumunsku sice již došlo od 3Q 2013 (od loňského července ČEZ dostává na svou větrnou farmu pouze jeden zelený certifikát), nicméně tržní cena zeleného certifikátu meziročně poklesla o cca 25 % na zhruba 30 EUR/MWh a navíc od loňského listopadu byl ČEZu pozastaven přiděl části zbylého prvního certifikátu (z důvodu zpoždění notifikace na straně Evropské komise). Aktuálně tak ČEZ pobírá na své rumunské větrníky pouze cca 2/3 prvního certifikátu. Výše zmíněné faktory tak značně omezují ziskovost rumunského segmentu výroby. Předpokládáme tak, že ČEZ ve 3Q 2014 těžko překoná loňskou EBITDA z Rumunska, která už tehdy činila pouhých 0,1 mld. Kč. Rovněž provozní zisk z bulharské distribuce zůstává pod tlakem a nejinak tomu pravděpodobně bude i ve 3Q 2014, když ČEZ musel od července čelit dalšímu regulatornímu snížení cen pro konečné zákazníky. Oproti 3Q 2013 tak očekáváme meziroční snížení EBITDA z bulharské distribuce o 0,3 – 0,4 mld. Kč na cca 0,1 mld. Kč.

Domníváme se však, že tyto výše zmíněné negativní vlivy budou částečně kompenzovány již započatými úspornými opatřeními. Management ČEZu sice přicházel s opatřeními na zefektivnění vnitropodnikových činností již v loňském roce, stále obtížné tržní a regulatorní prostředí v energetice však management přiměl k prohloubení úsporných opatření s tím, že již ve zbytku roku by se měly pozitivně projevat do výsledovky. Hlavní tlak na vnitřní úspory pak bude, dle vyjádření managementu, akcentován pro roky 2015 až 2019. My odhadujeme meziroční pokles provozních nákladů (abstrahujeme-li od mimořádných nákladových položek, jako jsou opravné položky k aktivům) o 1,5 – 2 mld. Kč. Domníváme se, že je to reálný předpoklad, když loňská srovnávací základna provozních nákladů byla relativně vysoká a podle našich odhadů je tak prostor pro vnitřní úspory. Meziroční pokles EBITDA za 3Q 2014 tak podle našich odhadů nebude tak výrazný jako v letošním 1Q a 2Q. Konkrétně predikujeme 3,3% snížení na 14,5 mld. Kč.

Výsledky hospodaření pod úrovní EBITDA jsou v posledních kvartálech z důvodu rizika existence opravných položek k aktivům hůře predikovatelné. Naše odhady EBIT a čistého zisku jsou tak očištěné o případné jednorázové opravné položky (odpisy), rovněž samotný ČEZ začal v letošním roce vykazovat další položku, a to čistý zisk očištěný o mimořádné jednorázové vlivy. Očekáváme tak, že očištěný EBIT by mohl ve 3Q 2014 činit 7,5 mld. Kč, což je meziročně více, když ve 3Q 2013 společnost vykázala EBIT ve výši 3,4 mld. Kč. Loňský provozní zisk EBIT byl však výrazně negativně ovlivněn opravnými položkami k rumunským a bulharským aktivům ve výši 4,8 mld. Kč. Bez tohoto jednorázového vlivu by EBIT dle našeho odhadu činil 8,1 mld. Kč (oficiálně ČEZ nesdělil očištěný EBIT za 3Q 2013). Upozorňujeme však, že ve 3Q 2014 hrozí riziko zaúčtování opravných položek (samotný management již letos v létě varoval, že takováto možnost ve druhé polovině roku existuje). Stále se nelepšící vývoj u bulharských a rumunských aktiv podle našeho názoru indikuje riziko zaúčtování dalších mimořádných odpisů, potenciální hrozba odpisů může hrozit i ze strany nové paroplynové elektrárny v Počeradech, která stále z důvodu nízkých cen elektřiny nenajela na komerční provoz. EBIT tak z tohoto důvodu může klesnout pod námi predikovanou úroveň 7,5 mld. Kč.

Očištěný čistý zisk za 3Q 2014 predikujeme na úrovni 4,5 mld. Kč, což je nárůst o 45,2 % y/y. Zdůrazňujeme však, že loňský čistý zisk byl jednak negativně ovlivněn výše zmíněným odpisem ve výši 4,8 mld. Kč a jednak pozitivně ovlivněn jednorázovým účetním ziskem z prodeje elektrárny Chvaletice ve výši 2,8 mld. Kč. Po očištění o tyto vlivy nám vychází čistý zisk za 3Q 2013 ve výši 5,1 mld. Kč. Jako u zisku EBIT však upozorňujeme, že rovněž čistý zisk za 3Q 2014 může být potenciálně negativně ovlivněn jednorázovým odpisem.

Investoři budou dále očekávat informace ohledně letošního výhledu. ČEZ prozatím indikuje letošní EBITDA ve výši 70,5 mld. Kč a očištěný čistý zisk na úrovni 29 mld. Kč. Podle našich odhadů se domníváme, že ČEZ by mohl svůj letošní výhled mírně překonat, když EBITDA stále cíluje na úroveň kolem 71 mld. Kč a očištěný čistý zisk predikujeme kolem hladiny 29,5 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 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 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 11.11.2014 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 1 doporučení koupit, 1 doporučení redukovat, 1 doporučení držet, 2 doporučení akumulovat a 1 doporučení v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

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