

Doporučení: Držet
Cílová cena: 616 Kč

2. 3. 2015

Odhady hospodaření za 4Q 2014 a rok 2014

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

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

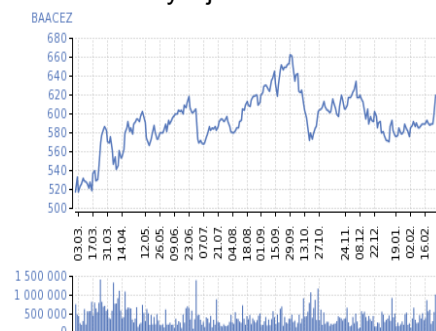
Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
Tržní kapitalizace: 332,5 mld. Kč
Závěrečná cena k 27.2.2015: 621,10 Kč
Roční maximum: 663 Kč
Roční minimum: 518 Kč
Zařazen v indexech: PX, CECEUR, CETOP 20...
Podíl v indexu PX: 19,60 %

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 4Q 2014 a celý rok 2014 budou vyhlášeny 3. 3. 2015 v 8:00h a v 9:30h bude následovat tisková konference k uvedeným výsledkům. Konferenční hovor s managementem společnosti se bude konat v 16:00h. Očekáváme, že společnost vykáže za poslední čtvrtletí loňského roku, stejně jako v předchozích loňských kvartálech, meziročně slabší čísla, když hlavním negativním vlivem by měl být 14% meziroční pokles realizační ceny elektřiny. Neočekáváme však žádné výraznější poklesy, jako tomu bylo v první polovině loňského roku, když ČEZ reaguje na pokles tržních cen elektřiny a související snížení výnosů úspornými opatřeními (úspory v provozních nákladech se již začaly pozitivně projevovat ve výsledcích za 3Q 2014). Na úrovni provozního zisku EBITDA tak předpokládáme pouze mírný 4,5% meziroční pokles na hladinu 17 mld. Kč. Provozní zisk EBIT odhadujeme nižší o 7,3 % y/y na 10,1 mld. Kč. EBIT uvádíme v upravené podobě, tedy očištěný o opravné položky k majetku. Domníváme se, že i ve 4Q 2014 ČEZ zřejmě zaúčtuje opravné položky, jejich objem lze obtížněji odhadovat, přesto snížení hodnoty aktiv v rozmezí 1 – 2 mld. Kč není podle našeho názoru nerealné. Provozní úroveň hospodaření indikuje očištěný čistý zisk za 4Q 2014 ve výši 5,5 mld. Kč, což na celoroční úrovni znamená zisk 29,8 mld. Kč. Pokud tedy ČEZ výrazněji negativně nepřekvapí ve finanční části výsledovky, pak se domníváme, že celoroční výhled očištěného čistého zisku ve výši 29 mld. Kč by mohl být překonán.

Možná ještě zásadnější zprávou než samotné výsledky za 4Q 2014, resp. celý rok 2014 bude výhled hospodaření na letošní rok. My aktuálně odhadujeme letošní EBITDA zisk kolem úrovně 65 mld. Kč a očištěný čistý zisk cca 25 mld. Kč. Co se týče dividendy ze zisku roku 2014, tak předpokládáme, že management její návrh zveřejní tradičně až v dubnu letošního roku. Naš odhad letošní dividendy je kolem 40 Kč na akcii.

Tabulka č.1: Odhady hospodaření za 4Q 2014

mld. Kč	4Q 2014	konsensus trhu*	4Q 2013	y/y	3Q 2014	q/q
Výnosy	52,4	53,65	55,4	-5,4%	45,3	15,7%
EBITDA	17,0	17,03	17,8	-4,5%	14,8	14,9%
EBIT	10,1	10,28	10,9	-7,3%	8,0	26,3%
Čistý zisk	5,5	6,88	7,1	-22,5%	4,9	12,2%
Zisk na akcii (Kč)	10,3	-	13,4	-23,1%	9,2	12,0%

*průměr podle průzkumu společnosti ČEZ

Pozn.: EBIT, čistý zisk a zisk na akcii jsou očištěné o mimořádné vlivy

Tabulka č.2: Odhady hospodaření za 2014

mld. Kč	2014	konsensus trhu*	2013	y/y
Výnosy	199,4	200,68	217,3	-8,2%
EBITDA	71,8	71,79	82,0	-12,4%
EBIT	44,2	39,11	54,2	-18,5%
Čistý zisk	29,8	30,88	38,2	-22,0%
Zisk na akcii (Kč)	55,7	-	71,5	-22,1%

*průměr podle průzkumu společnosti ČEZ

Pozn.: EBIT, čistý zisk a zisk na akcii jsou očištěné o mimořádné vlivy

Komentář k odhadovaným výsledkům

Meziroční pokles výnosů bude podle našich odhadů zřejmě pokračovat i ve 4Q 2014. Očekáváme tak, že ČEZ vykáže výnosy ve výši 52,4 mld. Kč, meziročně nižší o 5,4 %. Hlavním negativním faktorem bude, obdobně jako v předchozích kvartálech loňského roku, meziroční pokles realizační (prodejní) ceny elektřiny, když v roce 2014 společnost prodávala elektřinu ze svých zdrojů za 44 EUR/MWh, zatímco v roce 2013 za cca 51 EUR/MWh. Do výnosů zřejmě pozitivně nepřispěje ani výroba, kterou za 4Q 2014 očekáváme meziročně mírně slabší o cca 2 % na úrovni kolem 17000 GWh. Odhadujeme totiž zhruba 7% meziroční pokles z výroby jaderných elektráren, a to zejména kvůli neplánované listopadové dvoutýdenní odstávce v Dukovanech. Naopak produkci z uhelných elektráren za 4Q 2014 predikujeme víceméně stabilní, když meziroční negativní efekt prodeje Chvaletic (které byly prodány ve 3Q 2013) se již nebude objevovat. Očekávaný pokles výnosů by měl být podle našich odhadů tlumen výsledkem z obchodů s deriváty, kdy ČEZ za 4Q 2013 realizoval výraznější záporný výsledek ve výši 2 mld. Kč, který ve 4Q 2014 nepředpokládáme. Proto námi predikovaný 5,4 % pokles výnosů je, vzhledem k poklesu realizační ceny elektřiny, relativně mírný.

Meziroční poklesy odhadujeme rovněž na provozních ziscích, i když by měly být také pouze mírné. EBITDA za 4Q 2014 tak předpokládáme nižší o 4,5 % y/y na úrovni 17 mld. Kč. Meziročně nižší ceny elektřiny spolu s mírně nižší produkcí by měly nejvíce negativně ovlivňovat EBITDA, a to podle našeho odhadu kolem 2,5 mld. Kč. Na nepříznivé externí podmínky na energetickém trhu se management ČEZu snaží reagovat postupnou implementací úsporných opatření, které se již příznivě projeví ve výsledcích za 3Q 2014. I ve 4Q 2014 tak očekáváme meziroční pokles provozních nákladů, podle našich odhadů by mohl dosáhnout kolem 2 mld. Kč. Domníváme se, že snaha o úspory ve stálých provozních nákladech je patrná nejen v tuzemských aktivitách, ale rovněž v zahraničí, kde bylo nutné reagovat zejména na nepříznivé regulační zásahy.

Proto např. již ve 4Q 2014 neočekáváme výraznější meziroční změnu EBITDA z rumunského segmentu výroby (předpokládáme EBITDA v rozmezí 0,2 – 0,3 mld. Kč oproti 0,3 mld. Kč ve 4Q 2013), a to i přesto, že tržní cena zelených certifikátů na tamní větrnou farmu by měla být ve 4Q 2014 meziročně nižší a navíc ČEZ čerpal jen omezenou dotaci, když od listopadu 2013 dostává jen část svého prvního zeleného certifikátu. Na hraně provozní ziskovosti se zřejmě bude ve 4Q 2014 pohybovat segment bulharské distribuce, očekáváme EBITDA kolem úrovně 0,1 mld. Kč. Bulharská distribuce ČEZu byla i v loňském roce zasažena snížením cen pro koncové zákazníky (rozhodnutí bulharských úřadů z července 2014), nicméně úsporná opatření by mohla z velké části eliminovat negativní regulační zásahy, proto nepředpokládáme meziroční změnu v provozní ziskovosti. Naopak určitý meziroční přírůstek EBITDA zisku očekáváme ve 4Q 2014 v tuzemském segmentu distribuce a prodej. Konkrétně segment prodej ČR ve 4Q 2013 vykázal EBITDA pouze ve výši 0,4 mld. Kč, když negativní roli sehrály spíše technické faktory typu konsolidačních úprav v souvislosti s převodem tradingových aktivit ze společnosti ČEZ Slovensko na ČEZ a.s. či narovnání stavu nevyfakturované elektřiny. Takovéto vlivy ve 4Q 2014 nepředpokládáme, což nám indikuje EBITDA segmentu prodej ČR kolem hladiny 0,8 mld. Kč, tedy meziročně více o 0,4 mld. Kč. V segmentu distribuce ČR nepředpokládáme žádné významné meziroční změny, tedy EBITDA odhadujeme kolem hladiny 3,9 mld. Kč. Negativní vliv do EBITDA (cca 0,6 – 0,8 mld. Kč) očekáváme ze strany nákladů na nákup emisních povolenek, když v roce 2014 dostával ČEZ o 13 % méně povolenek zdarma než v roce 2013, což je v souladu se schváleným alokačním mechanismem, podle kterého se i v dalších letech objem povolenek získaných zdarma bude snižovat.

Jak již ČEZ dříve indikoval, tak ve 4Q 2014 by mělo dojít k zaúčtování mimořádného vlivu ve výši cca 2,6 mld. Kč vyplývající z dohody o narovnání s Albánií, jenž byla uzavřena v červnu 2014. Tím je definitivně uzavřen spor s Albánií ohledně distribuční společnosti, kterou ČEZ tehdy v Albánii vlastnil. ČEZ zaúčtuje tuto částku do ostatních provozních nákladů jako kladnou položku, tudíž to pozitivně ovlivní výsledek společnosti již na úrovni EBITDA.

Na úrovni provozního zisku EBIT, očištěného o mimořádné opravné položky, očekáváme ve 4Q 2014 ve srovnání s očištěným EBIT za 4Q 2013 pokles o 7,3 % na 10,1 mld. Kč (pro meziroční porovnatelnost jsme EBIT za 4Q 2013 očištěli o mimořádné opravy ve výši 3,6 mld. Kč), což reflektuje výše zmíněný vývoj na úrovni výnosů a EBITDA. Vidíme určitou pravděpodobnost, že ČEZ by mohl zaúčtovat mimořádné odpisy majetku i ve 4Q 2014 (dle našeho odhadu v rozmezí 1 – 2 mld. Kč), a to např. z nové paroplynové elektrárny Počerady, která i v roce 2014 v podstatě nevyráběla komerčně a pro ČEZ tak stále není rentabilní.

Provozní úroveň hospodaření indikuje, že ČEZ by mohl ve 4Q 2014 dosáhnout očištěného čistého zisku ve výši 5,5 mld. Kč, což na celoroční úrovni implikuje zisk 29,8 mld. Kč. Podle našich odhadů by tak ČEZ mohl mírně překonat svůj výhled očištěného čistého zisku ve výši 29 mld. Kč. Na úrovni EBITDA předpokládáme, že za celý rok 2014 společnost víceméně naplní svůj výhled posazený ve výši 72 mld. Kč.

Důležitou a sledovanou informací v rámci oznámení výsledků za 4Q 2014, resp. rok 2014 bude zveřejnění výhledu hospodaření na letošní rok. Hospodaření ČEZu bude i v letošním roce negativně ovlivňováno meziročně nižšími prodejními cenami silové elektřiny, proto i v letošním roce očekáváme meziročně slabší výsledky. Naš aktuální odhad provozního zisku EBITDA je na úrovni 65,2 mld. Kč (-9 % y/y), očištěný čistý zisk predikujeme ve výši 25,3 mld. Kč (-15 % y/y). Otázkou zůstává, do jaké míry se ČEZu budou dařit implementovat další naplánovaná úsporná a optimalizační opatření. Pokud ano, pak je možné, že společnost představí o něco příznivější výhled, než očekáváme.

Investoři budou dále bedlivě sledovat jakoukoliv indikaci ze strany managementu ohledně letošní dividendy. Domníváme se, že management zřejmě nebude chtít nic bližšího prozradit ohledně dividendového výplatního poměru či výše dividendy a tuto informaci tradičně ponechá až na duben letošního roku. Odhadujeme, že hotovostní pozice společnosti je natolik silná a stabilní, že by mohla být zachována dividendy na obdobné úrovni jako v loňském roce, tedy kolem 40 Kč na akcii.

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 2. 3. 2015 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 1 doporučení koupit, 2 doporučení akumulovat, 2 doporučení držet a 1 doporučení redukovat. 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