

# Analýzy a doporučení

## ČEZ

### Odhady výsledků za 1Q 2015

**Doporučení: Držet**  
**Cílová cena: 616 Kč**

11. 5. 2015

#### Odhady hospodaření za 1Q 2015

#### Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

ČEZ, a.s.  
Duhová 2/1444  
Praha 4, 14053  
[www.cez.cz](http://www.cez.cz)

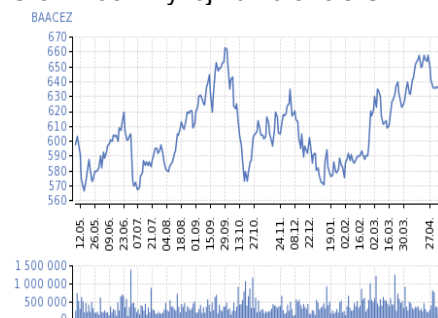
Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny  
Tržní kapitalizace: 343,1 mld. Kč  
Závěrečná cena k 7.5.2015: 636 Kč  
Roční maximum: 663 Kč  
Roční minimum: 567 Kč  
Zařazen v indexech: PX, CECEEUR, CETOP 20...  
Podíl v indexu PX: 20,3 %

#### 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 1Q 2015 budou vyhlášeny 12. 5. 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. Podle našich odhadů by ČEZ měl za první letošní čtvrtletí vykázat meziročně slabší výsledky na všech úrovních hospodaření. Hlavní negativní vliv, který bude přetrvávat po celý letošní rok, očekáváme ze strany nižších realizačních cen elektřiny, když ČEZ letos prodává silovou elektřinu ze svých zdrojů za cenu kolem 39 EUR/MWh, což je meziroční pokles o cca 11 %. Společnost tak již třetí rok v řadě musí čelit poklesu tržních cen elektřiny. Na straně pozitivních vlivů nevidíme pro 1Q 2015 tak dostatečně silné faktory, které by dokázaly efekt nižších prodejních cen silové elektřiny vykompenzovat. Téměř neutrální vliv do výsledků očekáváme ze strany produkce elektřiny, kde za 1Q 2015 nepredikujeme výraznou meziroční změnu, když předpokládaný růst výroby z jádra by měl být kompenzován nižší produkcí z uhelných zdrojů, a to zejména kvůli zastavení výroby v bulharské elektrárně Varna. Finanční část výsledovky bude zřejmě negativně ovlivněna výraznější depreciací turecké liry vůči dolaru, což by mělo mít nepříznivý dopad do ziskovosti tureckých aktiv. První letošní kvartál by jinak podle našich odhadů neměl být ovlivněn žádnými mimořádnými vlivy v podobě opravných položek k aktivům, když ČEZ většinou testuje svá aktiva ve druhé polovině roku. Je možné, že management sdělí vedle výsledků hospodaření rovněž návrh dividendy ze zisku roku 2014. Náš odhad ponecháváme neměnný, předpokládáme, že ČEZ by mohl letos vyplatit velmi obdobnou dividendu jako v loňském roce, tedy blízko úrovně 40 Kč na akcii.

#### Odhady hospodaření za 1Q 2015

mld. Kč	1Q 2015	konsensus trhu*	1Q 2014	y/y	4Q 2014	q/q
Výnosy	49,6	51,76	53,2	-6,8%	53,6	-7,5%
EBITDA	19,7	20,07	21,2	-7,1%	17,8	10,7%
EBIT	12,9	12,94	14,4	-10,4%	10,8	19,4%
Čistý zisk	8,2	8,89	9,9	-17,2%	5,2	57,7%
Zisk na akcii (Kč)	15,3	-	18,6	-17,7%	9,7	57,7%

\*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Pozn.: EBIT, čistý zisk a zisk na akcii za 4Q 2014 jsou očištěné o mimořádné vlivy; bez tohoto očištění EBIT za 4Q 2014 činil 8,1 mld. Kč, čistý zisk 2,8 mld. Kč a zisk na akcii 5,3 Kč; v 1Q 2014 ČEZ nezaúčtoval žádné mimořádné vlivy, čísla tak nebylo třeba očišťovat

## Komentář k odhadovaným výsledkům

Společnost ČEZ podle našich odhadů vykáže za první letošní čtvrtletí meziroční pokles výnosů o 6,8 % na 49,6 mld. Kč. Hlavní negativní vliv by měl přicházet z meziročního poklesu realizačních cen elektřiny, když podle našich odhadů má ČEZ téměř veškerou svojí letošní produkci elektřiny předprodánu za cca 39 EUR/MWh, což je 11% pokles oproti ceně realizované v roce 2014. Společnost tak již třetím rokem v řadě čelí poklesu prodejních cen elektřiny, s velkou pravděpodobností bude prodávat za nižší ceny i v příštím roce, k určité stabilizaci cen by podle našich odhadů mohlo docházet od roku 2017, resp. 2018. Nevýrazný vliv do celkových výnosů očekáváme ze strany produkce elektřiny, když předpokládáme pouze mírný 1% růst výroby na úroveň kolem 17600 GWh. Podle již indikovaných čísel samotným ČEZem se solidně v 1Q 2015 vyvíjela produkce z jaderných elektráren. Měla by dosáhnout úrovní kolem 8500 GWh, meziročně více o téměř 5 %. Podle našeho názoru se do výroby z jádra pozitivně projevují dřívější investice zaměřené na zvyšování výkonu jaderných elektráren (zejména Temelína). Na druhou stranu očekáváme zhruba 3% meziroční pokles výroby z uhlí na cca 8000 GWh, a to zejména z důvodu pozastavení provozu bulharské černouhelné elektrárny Varna (elektrárna nesplňuje evropské ekologické limity; ČEZ se v loňském roce nedohodl s bulharskou státní firmou BEH na financování modernizace této elektrárny, proto rozhodnutí ČEZu o pozastavení provozu; k tomuto rozhodnutí již došlo na konci roku 2014, pro trh tak není překvapením). Z celkového pohledu by však meziroční srovnání výroby mohlo vyjít mírně lépe ve prospěch 1Q 2015 (výše zmíněný 1% růst), když ve stejném období loňského roku byla nadprůměrně teplá zima působící negativně na produkci.

Pokles výnosů by se podle našich odhadů měl negativně projevit do provozní ziskovosti. Na provozním zisku EBITDA tak za 1Q 2015 odhadujeme meziroční snížení o 7,1 % na 19,7 mld. Kč. Zásadní negativní faktor vidíme ve výše zmíněném poklesu realizační ceny elektřiny. Konkrétně by tak měl mít největší podíl na poklesu EBITDA tuzemský segment výroby a obchodu, predikujeme negativní dopad kolem úrovně 2 mld. Kč. V ostatních segmentech neodhadujeme tak zásadní meziroční změny, které by vykompenzovaly očekávané poklesy z výroby a obchodu.

Mírně lepší výsledky odhadujeme v tuzemském segmentu distribuce a prodej, když pozitivní vliv by mohla sehrát chladnější zima než v loňském roce s pozitivním vlivem na dodávky plynu, tepla a elektřiny. Distribuce byla v loňském prvním kvartále navíc negativně ovlivněna korekčními faktory z OZE (problematika výkupu energie z obnovitelných zdrojů). Očekáváme tak meziroční pozitivní vliv ze segmentu distribuce ČR do celkové EBITDA kolem 0,2 mld. Kč a pozitivní příspěvek plynoucí ze segmentu prodej ČR kolem úrovně 0,3 mld. Kč. V rumunském segmentu výroby má ČEZ stále problémy s podporou obnovitelných zdrojů energie (OZE), konkrétně s přidělem zelených certifikátů na svoji větrnou farmu Fantanele a Cogecalac. Vlivem byrokratických průtahů ze strany EU, resp. ze strany rumunských institucí ČEZ aktuálně získává pouze minimální podporu na výrobu z OZE (konkrétně podle našich odhadů pouze cca třetinu prvního zeleného certifikátu určeného pro farmu Fantanele), navíc cena certifikátu meziročně klesla o 25 %. To pak negativně dopadá na tržby z prodeje elektřiny z rumunských větrníků. Na druhou stranu v 1Q 2015 očekáváme cca 9% meziroční zvýšení výroby z rumunských větrných farem, když loňský první kvartál byl velmi slabý na povětrnostní podmínky a ČEZ díky tomu v Rumunsku vyrobil z větru podprůměrných 322 GWh. Kombinace námi očekávané vyšší výroby a předpokládaného pokračujícího tlaku na úspory by tak podle našich odhadů měla kompenzovat výše uvedené problémy s podporou OZE a měla by přinést obdobnou EBITDu z rumunské výroby jako v loňském 1Q, tedy v rozmezí 0,2 – 0,3 mld. Kč. Mírně pozitivní dopad do celkové EBITDA očekáváme ze segmentu bulharské distribuce. První letošní čtvrtletí by mělo být příznivě ovlivněno zvýšením cenových tarifů pro tamní distribuci a prodej, ke kterému došlo v říjnu 2014. Od bulharského distribučního segmentu tak očekáváme EBITDu alespoň ve výši 0,4 mld. Kč, což indikuje meziroční pozitivní vliv do celkové EBITDA kolem 0,2 mld. Kč.

Provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) za 1Q 2015 predikujeme ve výši 12,9 mld. Kč, meziročně nižší o 10,4 %. Na položce běžných odpisů nepředpokládáme žádnou výraznou změnu, jejich úroveň odhadujeme blízko 7 mld. Kč. Až v dalších letošních kvartálech očekáváme jejich postupné navyšování (odhadujeme výraznější posun přes hranici 7 mld. Kč), což bude souviset s postupným zařazením nového majetku do evidence (rozjetí výroby z nové uhelné elektrárny Ledvice a z modernizovaných tří bloků uhelné elektrárny Pruněřov).

Na úrovni čistého zisku očekáváme v prvním letošním kvartále meziroční pokles o 17,2 % na 8,2 mld. Kč. Vedle výše zmíněných faktorů z provozní úrovně hospodaření bude čistá ziskovost ČEZu zřejmě negativně ovlivněna finančním vlivem v podobě výraznějšího oslabení turecké liry (vůči dolaru v 1Q 2015 ztratila cca 11 %) s nepříznivým dopadem do hospodaření přidružených společností v Turecku. Tento negativní vliv odhadujeme kolem 1 mld. Kč.

Investoři budou při ohlašování výsledků za 1Q 2015 rovněž sledovat, zda management nesdělí návrh dividendy ze zisku roku 2014. Již dříve management indikoval, že podrobnosti ohledně dividendy sdělí zhruba v polovině května. Je tak určitá pravděpodobnost, že vedle výsledků hospodaření management oznámí i návrh dividendy. Náš odhad na letošní dividendu neměníme, její výši předpokládáme blízko úrovně 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 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 11. 5. 2015 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 1 doporučení koupit, 1 doporučení akumulovat, 2 doporučení držet, 1 doporučení redukovat 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](http://www.fio.cz)