

Analýzy a doporučení

ČEZ

Odhady výsledků za 4Q 2015

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 598 Kč

11. 3. 2016

Odhady hospodaření za 4Q 2015 a celý rok 2015

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

ČEZ, a.s.
Duhová 2/1444
140 53 Praha 4
www.cez.cz

Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
Tržní kapitalizace: 205,5 mld. Kč
Závěrečná cena k 10.3.2016: 384,20 Kč
Roční maximum: 658 Kč
Roční minimum: 364,10 Kč
Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP 20...
Podíl v indexu PX: 18,08 %

Struktura akcionářů

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

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,96

Roční vývoj ceny akcie ČEZ



Hospodářské výsledky společnosti ČEZ za 4Q 2015, resp. celý rok 2015 budou vyhlášeny 15. 3. 2016 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. Provozní výsledky hospodaření by měly být v posledním čtvrtletí loňského roku negativně ovlivněny zejména výpadkem výroby na jaderné elektrárně Dukovany, kde celý 4Q 2015 fungoval pouze čtvrtý blok. Zbylé tři bloky kvůli neplánovaným odstávkám nevyráběly, což podle našich odhadů znamenalo výpadek do produkce, resp. do provozního zisku EBITDA kolem 2800 GWh, resp. cca 1,5 mld. Kč. Další nepříznivý vliv do EBITDA zisku lze očekávat ze strany nižších realizačních cen silové elektřiny, když ČEZ loni prodával ze svých elektráren za cca 39 EUR/MWh, zatímco v roce 2014 to bylo za cca 44 EUR. To nám indikuje negativní dopad do EBITDA za 4Q 2015 v rozmezí 1 – 1,5 mld. Kč. Ostatní faktory zřejmě nebudou mít tak významný dopad do celkového hospodaření. Nicméně zmiňme např. rumunský segment výroby, kde by podle našich odhadů mělo od 4Q 2015 docházet ke zlepšování ziskovosti, když ČEZu byla opětovně navýšena podpora OZE ve formě zeleného certifikátu. Dva výše zmíněné hlavní negativní vlivy však převáží a tudíž předpokládáme meziroční pokles EBITDA o 11,8 % na 15,7 mld. Kč. Na úrovni očištěného čistého zisku však očekáváme meziroční nárůst o 63,5 % na 8,5 mld. Kč, když ČEZ (jak již dříve indikoval) zaúčtuje do finanční části výsledovky mimořádný příjem 3,8 mld. Kč v podobě vratky darovací daně z emisních povolenek. Nepředpokládáme výraznější odchylku od celoročního výhledu hospodaření zveřejněného loni v listopadu a tak se domníváme, že výsledky za 4Q 2015 by neměly příliš překvapit.

Sledovaný bude výhled na letošní rok. My předpokládáme letošní EBITDA blízko loňských úrovní, tedy v rozmezí 63 – 64 mld. Kč, když pokles tržních cen elektřiny by mohl být z větší části kompenzován námi očekávanou vyšší výrobou. Absence loňského mimořádného příjmu ve výši 3,8 mld. Kč a očekávané vyšší odpisy (ČEZ letos začne odepisovat novou uhelnou elektrárnu Ledvice a tři zmodernizované uhelné bloky v Pruněřově) povedou podle našich odhadů k meziročnímu poklesu očištěného čistého zisku z loňské úrovně cca 27 mld. Kč do rozmezí 20 – 21 mld. Kč.

Tabulka č.1: Odhady hospodaření za 4Q 2015

mld. Kč	4Q 2015	konsensus trhu*	4Q 2014	y/y	3Q 2015	q/q
Výnosy	53,1	53,10	53,6	-0,9%	47,7	11,3%
EBITDA	15,7	15,89	17,8	-11,8%	12,9	21,7%
EBIT	8,5	8,50	8,1	4,9%	3,3	157,6%
Čistý zisk	8,5	8,61	5,2	63,5%	3,2	165,6%
Zisk na akcii (Kč)	15,8	-	9,7	62,9%	6,0	163,3%

*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Pozn.: Čistý zisk a zisk na akcii (jak odhad na 4Q15, tak vykázaný za 4Q14, resp. 3Q15) je očištěný o opravné položky k aktivům. Odhad EBITu je rovněž očištěný o opravné položky.

Tabulka č.2: Odhady hospodaření za rok 2015

mld. Kč	2015	konsensus trhu*	2014	y/y
Výnosy	203,7	204,20	200,7	1,5%
EBITDA	64,2	64,27	72,5	-11,4%
EBIT	33,1	33,12	37,0	-10,5%
Čistý zisk	27,3	27,10	29,5	-7,5%
Zisk na akcii (Kč)	51,1	-	55,2	-7,4%

*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Pozn.: Čistý zisk a zisk na akcii (jak odhad na 2015, tak vykázaný za 2014) je očištěn o opravné položky k aktivům.

Komentář k odhadovaným výsledkům

Společnost ČEZ by podle našich odhadů mohla ve 4Q 2015 vykázat meziročně téměř stabilní výnosy blízko úrovně 53 mld. Kč, a to navzdory neplánovaným výpadkům výroby z jaderné elektrárny Dukovany. Jedná se zejména o účetní vliv, když ČEZ měl téměř veškerou elektřinu na rok 2015 již předprodánu na konci roku 2014 (a to včetně výroby z Dukovan). Účetně se tak výroba z Dukovan do výnosů projeví v plné míře, negativní dopad neplánovaných odstávek bude patrný až na úrovni provozních zisků prostřednictvím vyšších provozních nákladů (nevyrobenou elektřinu z Dukovan musel ČEZ dokoupit na trhu, a to za cenu, která převyšuje jednotkové výrobní náklady).

Provozní zisk EBITDA tak již očekáváme meziročně nižší o 11,8 % na úrovni 15,7 mld. Kč. Hlavní negativní vlivy budou plynout z tuzemského segmentu výroby a obchodu. Jako v předchozích loňských kvartálech lze očekávat nepříznivý dopad nižších realizačních cen elektřiny. Zatímco v roce 2014 ČEZ prodával silovou elektřinu ze svých zdrojů v průměru za 44 EUR/MWh, tak v loňském roce to bylo již za cca 39 EUR/MWh. To nám indikuje negativní vliv do EBITDA za 4Q 2015 v rozmezí 1 – 1,5 mld. Kč.

Druhým významným a očekávaným negativním faktorem budou již výše zmiňované a v posledních měsících mnohokrát probírané neplánované odstávky v Dukovanech. Celý 4Q 2015 byl v provozu pouze jeden ze čtyř jaderných bloků. Druhý a třetí blok byly v neplánované odstávce od poloviny loňského září, první blok byl v neplánované odstávce od konce října. Důvodem bylo provádění rozsáhlých kontrol svarů potrubí, ke kterým musel ČEZ přistoupit kvůli nesrovnalostem ohledně rentgenových snímků týkající se těchto svarů. Neplánované odstávky částečně ovlivnily výsledky hospodaření již ve 3Q 2015, hlavní negativní dopad však přišel až v posledním čtvrtletí. Neplánované výpadky na třech jaderných blocích Dukovan odhadujeme ve 4Q 2015 kolem úrovně 2800 GWh, celková produkce elektřiny z jádra by měla být meziročně níže o zhruba 25 % na úrovni 5960 GWh. Ačkoliv předpokládáme určitý, alespoň 6%, meziroční nárůst v produkci tuzemských uhelných elektráren (slabší srovnávací základna ze 4Q 2014, snaha částečně kompenzovat výpadky z jádra, očekáváme i určitý příspěvek ze zkušebního provozu tří zmodernizovaných uhelných bloků v Prunéřově), tak to nevykompenzuje nízkou výrobu z jádra a tudíž celkovou produkci za 4Q 2015 predikujeme blízko hladiny 15000 GWh, meziročně níže o 10 – 12 %. Negativní dopad nižší výroby elektřiny do provozního zisku EBITDA odhadujeme kolem úrovně 1,5 mld. Kč.

U ostatních segmentů stojí za zmínku rumunský segment výroby, kde se od 4Q 2015 začaly zlepšovat podmínky pro podnikání, když ČEZ začal od září opětovně získávat v plné míře první zelený certifikát na svojí tamní větrnou farmu Fantanele a Cogea (podpora ve formě druhého certifikátu byla odebrána již v červenci 2013 a ČEZ by ji měl začít získávat až od roku 2018). Od října 2014 do srpna 2015 ČEZ získával pouze malou část prvního certifikátu (cca na 14 % kapacity). Aktuálně se tedy regulační prostředí v Rumunsku zlepšilo, což by se mělo projevit zejména v mezikvartálním srovnání, když ještě ve 3Q 2015 ČEZ realizoval EBITDu z rumunského segmentu výroby ve výši 0,1 mld. Kč, zatímco pro 4Q 2015 odhadujeme cca 0,5 mld. Kč. V meziročním srovnání by to mohlo znamenat navýšení o zhruba 0,1 mld. Kč. Segment bulharské distribuce bude zřejmě negativně ovlivněn vysokou loňskou srovnávací základnou, když ČEZ ve 4Q 2014 začal zápočet pohledávek se státní energetickou společností NEK, což tehdy posunulo EBITDA z cca 0,1 mld. Kč na 0,8 mld. Kč. Takový pozitivní vliv ve 4Q 2015 neočekáváme a proto predikujeme EBITDu z bulharské distribuce v rozmezí 0,3 – 0,4 mld. Kč.

Naopak meziročně lepší výsledek by mohla realizovat rumunská distribuce, kde očekáváme provozní ziskovost kolem 0,5 – 0,6 mld. Kč (+0,2 – 0,3 mld. y/y), a to díky předpokládané vyšší marži z elektřiny plynoucí z vyšších cen a vyššího objemu distribuované elektřiny. Tuzemský segment distribuce a prodeje by ve 4Q 2015 podle našich odhadů nemusel doznat výraznější meziroční změny (očekáváme EBITDA ve výši cca 5,2 mld. Kč), když námi předpokládaný negativní dopad absence korekčních faktorů v distribuci by mohl být z velké části kompenzován vyšší hrubou marží z prodeje elektřiny, když by se měly projevit nižší nákupní ceny a vyšší objemy prodeje elektřiny koncovým zákazníkům.

Abstrahujeme-li od mimořádných opravných položek k dlouhodobému majetku, pak na úrovni EBIT očekáváme zisk ve výši 8,5 mld. Kč. Domníváme se však, že vzhledem k nedávnému propadu tržních cen silové elektřiny, ČEZ pravděpodobně zaúčtuje mimořádné opravné položky a ve svém účetnictví tak zřejmě zohlední zhoršené výhledy budoucích zisků a peněžních toků plynoucích z jeho dlouhodobých aktiv. EBIT tak podle našeho názoru může být nižší než 8,5 mld. Kč. Vzhledem k tomu, že objem opravných položek se těžko predikuje, tradičně očišťujeme náš odhad EBITu o tyto nehotovostní (účetní) vlivy. Indikativně jejich výši očekáváme v rozmezí 2 – 4 mld. Kč (ve 3Q 2015 činily 2,4 mld. Kč).

Očištěný čistý zisk za 4Q 2015 bude pozitivně ovlivněn mimořádným příjmem v podobě vratky darovací daně z emisních povolenek ve výši 3,8 mld. Kč. Sice se jedná o mimořádný vliv, nicméně má charakter hotovostního příjmu a proto ho ČEZ zahrne do očištěného čistého zisku, jenž slouží jako základna pro výpočet dividendy. Očekáváme tak jeho výraznější meziroční nárůst, konkrétně o 63,5 % na 8,5 mld. Kč.

Celkově se domníváme, že výsledky za celý rok 2015 by se neměly výrazněji odchýlovat od listopadového výhledu EBITDA, resp. očištěného čistého zisku ve výši 64 mld. Kč, resp. 27 mld. Kč. Očekáváme tak, že samotné výsledky za 4Q 2015 budou bez výraznějšího překvapení.

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 11. 3. 2016 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 3 doporučení koupit, 1 doporučení držet, 1 doporučení akumulovat a 1 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poutivé prezentaci investičních doporučení §7.

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