

ČESKÉ DRÁHY, TRŽBY POKRAČUJÍ V RŮSTU

Tržby pokračují v růstu

Tržby Českých drah se nachází na setrvalé růstové trajektorii. Do konce letošního června vygeneroval národní dopravce celkové výnosy ve výši 17,3 mld. CZK a překonal tak čísla z první poloviny roku 2017 o více než 618 mil. CZK. Na úrovni čistého zisku se pololetní výsledky mírně zhoršily: čistý zisk za 1H18 dosáhl hodnoty 262 mil. CZK a zaostal tak za výsledkem z 1H17 o 275 mil. CZK. Do tohoto poklesu však promluvily zejména jednorázové faktory, konkrétně pak nepříznivý vývoj měnových kurzů. Koruna v prvním pololetí letošního roku depreciovala proti euru, což vedlo ke kurzovým ztrátám.

Nicméně společnost dodala lepší výsledky na úrovni EBITDA, který se meziročně zvýšil o 372 mil. CZK a dosáhl hodnoty 4,3 mld. CZK. EBIT za 1H18 činil 1,2 mld. CZK a vykázal tak velmi slušné meziroční tempo růstu 37 %. Tuto skutečnost lze interpretovat tak, že České dráhy pokračují v trendu zlepšující se provozní ziskovosti a současný pokles čistého zisku můžeme považovat za jednorázovou záležitost, která v následujících obdobích odezní.

Osobní doprava: V červených číslech kvůli slabší CZK

Tržby v segmentu osobní přepravy udržely v 1H solidní dynamiku a meziročně vzrostly o 289 mil. CZK na 11,2 mld. CZK. Nárůst souvisí s vyšším počtem přepravených cestujících, který meziročně stoupl o 2,5 mil. na 89,4 mil. Přepravní výkon se meziročně zlepšil o 6 % a přiblížil se tak hodnotě 4 mld. osobokilometrů. Dařilo se převážně vnitrostátní přepravě. V oblasti mezinárodní přepravy zaznamenala firma pokles tržeb. Zde sehrálo roli více faktorů: kromě slabší CZK i ukončení některých spojů nebo nástup konkurence na lince Praha – Vídeň.

Na úrovni čistého zisku se však hospodaření překlátilo do záporného teritoria. Pololetní ztrátu ve výši 388 mil. CZK zapříčinila zejména depreciace koruny oproti euru. Na provozní úrovni se profitabilita v segmentu osobní přepravy zlepšila. Národní dopravce vykázal v prvním pololetí letošního roku EBITDA ve výši 2,6 mld. CZK, což představuje meziroční nárůst o 143 mil. CZK. Rovněž EBIT expandoval tempem 68 % a dosáhl hodnoty 335 mil. CZK.

V uplynulém pololetí nabobtnaly i některé položky na nákladové straně, a to zejména výkonová spotřeba a osobní náklady. Osobní náklady odráží napjatou situaci na pracovním trhu, kde aktuálně sílí tlak na růst mezd.

Nákladní doprava: Růstový trend pokračuje

Vývoj tržeb v segmentu nákladní přepravy rovněž signalizuje pozitivní trend. V 1H18 dosáhly hodnoty 6,2 mld. CZK, a překonaly tak čísla za stejnou periodu loňského roku o 331 mil. CZK. Meziročně se zvýšil objem přepravy a to na 33,5 mil. tun z 32,5 mil. tun v 1H17. Přepravní výkon se zvětšil ještě výrazněji – v prvním pololetí letošního roku vykázal národní dopravce hodnotu 6,3 mld. tunokilometrů a pokořil tak loňský výsledek o 653 mil. tunokilometrů. Do vyšších tržeb se promítla expanze na tuzemském i zahraničním trhu. V České republice sehrál roli aktivní podíl na likvidaci kúrovcové kalamity a růst přepravy hnědého uhlí do elektráren. V mezinárodní přepravě je patrný nárůst přepravy železa a strojírenských výrobků.

Výsledek hospodaření v segmentu nákladní přepravy, stabilní generátor zisků skupiny v předchozích letech, ve sledovaném období mírně poklesl, a to na hodnotu 350 mil. CZK z 384 mil. CZK v prvním pololetí roku 2017. Za mírně slabší ziskovostí stál zejména nárůst osobních nákladů a vyšší výkonová spotřeba. Ta souvisí s vyššími výkony a růstem cen elektrické energie a paliva.

Vývoj zadlužení a náklady na financování

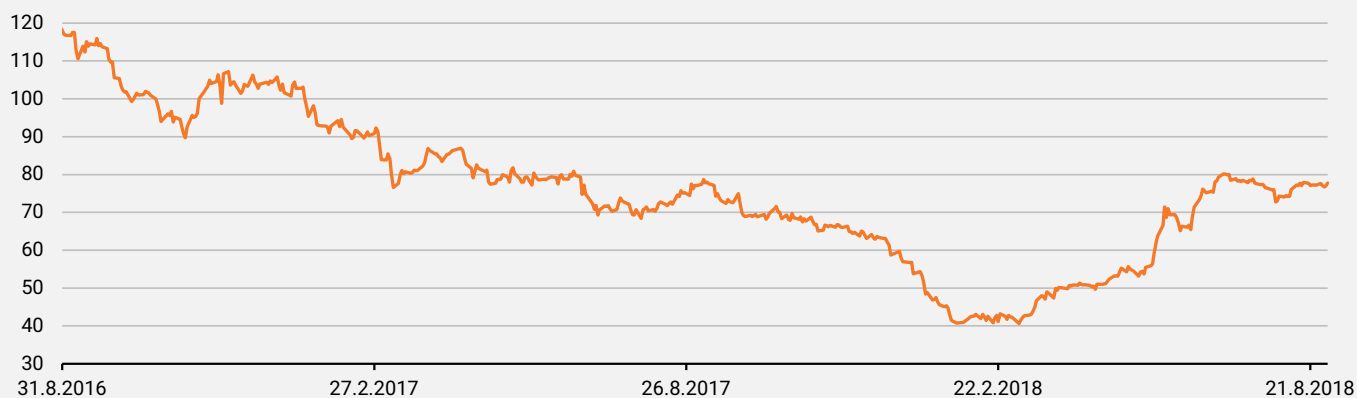
Ve sledovaném období neproběhla žádná emise ani splacení dluhopisů. Nicméně vzhledem k posílení EUR proti CZK se zvětšila účetní hodnota dluhopisů denominovaných v EUR. Vzrostly rovněž kupónové platby spojené s těmito bondy. Přesto však úrokové náklady pokračují v poklesu.

Sestupnou tendenci nákladů na financování lze u národního dopravce sledovat dlouhodoběji. Skupina již v polovině roku 2016 využila příznivé tržní situace a přistoupila k refinancování dluhu. Meziročně úrokové náklady poklesly v 1H18 o 33 milionů na 557 mil. CZK.

K nižším nákladům firmě dopomohlo jak zvýšení ratingu (květen 2016) a jeho obhájení v letech 2017 a 2018, tak i celková tržní situace. Uvolněná měnová politika Evropské centrální banky vedla ke značné kompresi výnosů dluhopisů na evropském kontinentu.

Aktuálně ECB plánuje současný program nákupu dluhopisů postupně ukončovat. Od 30. září sníží objem nakupovaných bondů z €30 mld. měsíčně na €15 mld. Ke konci prosince plánuje nákupy zastavit úplně. Tuto situaci reflektuje rozšiřující se ASW spread dluhopisu ČD splatného v roce 2023. Hodnota se dostala na 80 bps, tedy zhruba na úroveň z roku 2017. Stále se však jedná o velmi nízké spready. Financování přes dluhový trh tak aktuálně pro národního dopravce zůstává velmi atraktivní.

Graf 1: Dluhopis ČD 1,875 % 5/23 – vývoj výnosu do splatnosti



Zdroj: Bloomberg

Kurzový výhled

Kurzové rozdíly byly v 1H18 hlavním faktorem, který zapříčinil, že České dráhy na úrovni zisku zaostaly za čísly z 1H17. Koruna ve sledovaném období depreciovala proti jednotné evropské měně o 2 %. Česká měna se stala obětí negativního sentimentu globálních investorů vůči měnám regionu emerging markets. Ke špatné výkonnosti CZK přispěla eskalace turecké krize, která vedla k odlivu kapitálu z EM do méně rizikových regionů.

Tento negativní sentiment ovšem považujeme za přechodnou záležitost, která v následujících kvartálech odezní. Do kurzu koruny tak začnou opět více promlouvat fundamentální faktory. ČNB letos zvedla sazby již třikrát a nyní můžeme očekávat jedno až dvě další zvýšení (na konci září prakticky s jistotou, na prosincovém zasedání rovněž nelze vyloučit). Naproti tomu ECB podle aktuální guidance nepřistoupí ke zvýšení sazeb dříve než v září 2019. Tato monetární divergence společně s dobrou výkonností české ekonomiky s nejvyšší pravděpodobností povede k apreciaci CZK vůči EUR. V následujících obdobích by se tedy posilující česká měna měla pozitivně promítnout do čistého zisku národního dopravce.

Závěr

České dráhy reportovaly v prvním pololetí roku 2018 tržby ve výši 17,3 mld. CZK, což představuje výrazný meziroční nárůst. Pokles čistého zisku je dán spíše přechodnými faktory, konkrétně kurzovými ztrátami vzhledem k posílení EUR proti CZK. Tento negativní efekt však v následujících pololetích odezní. Důležité je, že provozní ziskovost zůstává na růstové trajektorii. Vyšší zájem zákazníků o vnitrostátní přepravu vedl k nárůstu tržeb v tomto segmentu. V oblasti nákladní dopravy došlo k expanzi na tuzemském i mezinárodním trhu. Prostředí perzistentně nízkých úrokových sazeb umožňuje společnosti snižovat úrokové náklady. Firmě se daří držet na uzdě kapitálové výdaje – ty se v současném období smrskly pod úroveň 2,5 mld. CZK. Právě nižší capex považuje ratingová agentura Moody's za jeden z potenciálních impulsů pro další zlepšení kreditního hodnocení skupiny. Aktuální prioritou pro národního dopravce představuje nastavení obchodního modelu v osobní, a především regionální dopravě po roce 2019, kdy končí většina smluv s kraji. Otázkou do budoucna nicméně zůstává, jak se na firmě a jejím ratingu projeví aktuální personální nestabilita spojená s nedávnou výměnou dozorčí rady a diskutovanou obměnou představenstva ČD.

ANALYTICKÉ ODDĚLENÍ

TOMÁŠ MENČÍK	Brno	mencik@cyrrus.cz	Hlavní investiční stratég
JIŘÍ ŠIMARA	Brno	simara@cyrrus.cz	Manažer strukturovaných produktů
PETR PELC	Brno	petr.pelc@cyrrus.cz	Portfolio manažer
TOMÁŠ PFEILER	Praha	tomas.pfeiler@cyrrus.cz	Portfolio manažer
ZDENĚK ROSENBERG	Brno	zdenek.rosenberg@cyrrus.cz	Senior analytik

TRADING & SALES

DENISA ŽUPOVÁ	Brno	denisa.zupova@cyrrus.cz
PETR PEŠEK	Praha	pesek@cyrrus.cz

Důležitá upozornění: Dokument byl zpracován společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 (dále jen „společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Frankfurt Stock Exchange (FWB) – Deutsche Börse. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Dokument je určen pouze pro reklamní účely a nebyl vytvořen za účelem komplexního průvodce investicemi. Poskytuje pouze krátký přehled o jednom z investičních produktů v současné nabídce. Dokument nenahrazuje odborné poradenství k finančním nástrojům v něm uvedeným, ani nenahrazuje komplexní poučení o rizicích. Dokument je určen výhradně pro počáteční informační účely a společnost důrazně doporučuje investorům podstoupit investiční a/nebo právní a/nebo daňové poradenství před tím, než učiní investiční rozhodnutí. Informace obsažené v tomto dokumentu nelze považovat za radu k jednotlivé investici, ani za daňovou nebo právní radu. Pokud se v dokumentu hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není, pokud v textu dokumentu není uvedeno jinak, zaručena. Investoři mohou získat při prodeji uvedeného investičního nástroje před datem splatnosti nebo při splacení investičního nástroje částku nižší než částku investovanou. Potenciální ztráta je omezena na původně investovanou částku. Informace jsou založeny na hrubé výkonnosti před zdaněním. Tento dokument obsahuje příklady vytvořené na základě analýzy scénářů vývoje podkladových instrumentů. Očekávání a predikce analytiků a stratégů nejsou spolehlivým indikátorem budoucího vývoje tržního kurzu dotčených investičních nástrojů. Příklady jsou založeny pouze na hypotetických předpokladech a neumožňují jakýkoli závěr o budoucím vývoji ceny investičního nástroje.

Při nákupu jakéhokoli produktu popsaného v tomto dokumentu nakupují investoři investiční nástroj od společnosti CYRRUS. CYRRUS není zástupcem emitenta, ručitele ani žádné z přidružených společností. Investor nebude v žádném smluvním vztahu s emitentem, ručitelem a žádnou z přidružených společností. Za tento dokument nese odpovědnost výhradně společnost CYRRUS. Emitent, ručitel a jejich přidružené společnosti nenesou žádnou odpovědnost za spolehlivost, přesnost a úplnost obsahu tohoto dokumentu, ani za jakákoli zde uvedená vyjádření, za výkonnost nástroje a za způsob propagace nástroje, zahrnující dodržování platných zákonů, předpisů a pravidel upravujících reklamu a propagaci investičních nástrojů. Emitent, ručitel a jejich přidružené společnosti se výslovně vzdávají jakékoli odpovědnosti za jakékoli přímé, nepřímé, následné nebo jiné škody, včetně ztráty zisku, která může investorovi nebo kterékoli třetí straně vzniknout na základě spoléhání se na informace uvedené v tomto dokumentu.

Zdanění je závislé na osobních poměrech každého investora a podléhá zákonným předpisům a dohledu příslušných úřadů. Tento dokument byl připraven s náležitou a patřičnou pečlivostí a pozorností, společnost však neposkytuje garance či ujistění, ať výslovné nebo předpokládané, o jeho přesnosti, správnosti, aktuálnosti nebo úplnosti. Z informací v tomto dokumentu není možné odvozovat žádná práva ani povinnosti. Informace o společnosti a podrobné informace o pobídkách a střetech zájmů naleznete na www.CYRRUS.cz v sekci O nás. Tiskové chyby vyhrazeny. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost zakazuje zveřejnění a šíření dokumentu bez jejího písemného souhlasu. Společnost nenesou odpovědnost za šíření nebo uveřejnění dokumentu třetími osobami.