

ČEZ, a.s.

Predikce výsledků za 1H2007

Marek Hatlapatka
analytik
hatlapatka@cyrrus.cz

10.8.2007

Datum	9.8.2007
Aktuální kurs	1084 Kč
Vydaných akcií	571,3 mil. ks
Tržní kapitalizace	619,3 mld. Kč
Free float	206,8 mld. Kč
52 týdenní max.	1151 Kč
52 týdenní min.	713 Kč
Beta	1,28
Váha v indexu PX	26%



AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA	
MF ČR	67,6%
Free float	33,4%

ČEZ zveřejní konsolidované výsledky hospodaření za druhé čtvrtletí a první pololetí 2007 ve středu 15. srpna 2007 přibližně v 9:15.

VÝHLED HOSPODAŘENÍ

Společnost ČEZ v červenci varovala, že nadprůměrně teplý začátek roku mírně horší než předpokládaná výkonnost zahraničních aktiv v Bulharsku a Rumunsku činí z celoročního cíle dosáhnout 35 mld. Kč čistého zisku výzvu. Ačkoliv hospodářské výsledky za druhé čtvrtletí nebudou v tomto směru rozhodující, mohou mnohé napovědět o tom, zda trh oprávněně věří ve schopnost ČEZu svého cíle nakonec dosáhnout. Vzhledem k tomu, že až doposud není letošní léto nadprůměrně horké, rozhodovat se zřejmě bude až ve finiši, neboli v posledních třech měsících roku.

Odhad konsolidovaných výsledků ČEZ za 1H2007

mld. CZK	1H2007e	Tržní konsensus	1H2006	y/y
Tržby	82,3		77,2	6,6%
EBITDA	38,1		34,2	11,5%
Provozní zisk	26,7		23,2	15,0%
Zisk před zdaněním	25,8		21,5	19,8%
Čistý zisk	20,1		16,4	22,3%
Čistý zisk po min. podíl.	19,5		15,8	23,5%

Zdroje: CYRRUS, a. s., ČEZ. Pozn. Konsensuální odhad zatím není k dispozici.

Prostředek roku (tedy druhý a třetí kvartál) bývá z hlediska tržeb elektrárenských společností vždy slabší, i přes stále rostoucí oblibu klimatizací a dalších zařízení zvyšujících spotřebu energií v létě. Při predikci tržeb skupiny ČEZ za první letošní pololetí musíme tentokrát brát v úvahu nejen relativně průměrné teploty na jaře, ale především neobvykle teplou zimu v prvních třech měsících roku. Ta znamenala pouze mírný (3,5%) meziroční nárůst tržeb v 1q2007, když vyšší ceny elektřiny byly kompenzovány poklesem spotřeby elektřiny v ČR o 6,7% y/y. Ve druhém kvartále se sice situace zlepšila, když především v květnu a červnu spotřeba elektrické energie v ČR meziročně rostla, nicméně celkově zůstala za první pololetí o 3,1% nižší než ve srovnatelném období před rokem (celková spotřeba 29,9 TWh vs. 30,9 TWh v 1h2006).

Ve druhém kvartále lze také pravděpodobně očekávat nižší příspěvek distribučních společností k tržbám skupiny, které se na celkových výnosech ČEZ podílejí více než polovinou. Trochu neznámou jsou obzvláště pololetní tržby distribučních společností na Balkáně. Ty zřejmě díky regulatorním zásahům a poklesu distribučních marží budou o něco horší, než máme zakomponováno v našem modelu (10,6 mld. Kč). Na základě výše uvedených faktorů počítáme pro druhý letošní kvartál s tržbami ve výši 38,2 mld. Kč (tržby z prodeje elektrické energie 36,1 mld. Kč), tedy z jejich meziročním nárůstem o 7,3%. To by mělo následně rezultovat v celkové tržby za první pololetí ve výši 82,3 mld. Kč (+6,6% y/y).

Jednou z mála možností, jak může ČEZ aktivně kompenzovat slabší tržby v segmentu Distribuce, je ještě větší tlak na úspory provozních nákladů. Vzhledem k tomu, že firma i nadále ponechává v platnosti svůj cíl dosáhnout letos zisku na úrovni EBITDA 70,9 mld. Kč, předpokládáme, že vidí cesty, jak nutné úspory nalézt. To se může ukázat již nyní v poločase, kdy lze předpokládat, že náklady na prodanou elektřinu a další produkty zůstanou v meziročním srovnání téměř stabilní (očekáváme

COGS 43,8 mld. Kč vs. 43,0 mld. Kč). Zisk před úroky, zdaněním a odpisy tak zřejmě za druhé pololetí 2007 mírně překonal hranici 38 mld. Kč a v meziročním porovnání přidal 11,5%, provozní zisk potom vzrostl o 15% y/y a dosáhl 26,7 mld. Kč.

Vrátíme-li se ještě k nákladovým položkám, ve prospěch ČEZu by měla i nadále schopnost efektivně kontrolovat náklady na palivo a nákup energií. Předpokládáme, že tyto náklady se v prvním pololetí udržely prakticky na konstantní úrovni (29,5 mld. Kč), což významně přispělo k vyššímu nárůstu EBITDA než tržeb. Tento příznivý vývoj příliš negativně neovlivní i očekávaný 13% meziroční nárůst osobních nákladů, způsobený růstem mezd i počtu zaměstnanců. ČEZ v prvním čtvrtletí vykázal zisk z prodeje emisních povolenek ve výši 493 mil. Kč. Ten se pravděpodobně ve druhém čtvrtletí neopakoval a celkově tak očekáváme prakticky nezměněné číslo i u pololetních výsledků.

Zisk před zdaněním by podle našich predikcí měl dosáhnout 25,8 mld. Kč, což by představovalo meziroční nárůst o 19,8%. Předpokládáme, že efektivní míra zdanění oproti prvnímu čtvrtletí (20,1%) mírně vzrostla na přibližných 22%. To by tedy mělo rezultovat v čistý zisk před minoritními podíly ve výši 20,1 mld. Kč, což znamená 22,3% meziroční nárůst. Čistý zisk po minoritních podílech by poté dosáhl 19,5 mld. Kč.

Odhad konsolidovaných výsledků Komerční banky za 2q2007

mld. CZK	2q2007e	2q2006	y/y
Tržby	38,2	35,6	7,3%
EBITDA	16,4	13,8	18,8%
Provozní zisk	10,4	8,4	23,7%
Zisk před zdaněním	9,6	7,8	22,2%
Čistý zisk	7,1	6,1	17,7%
Čistý zisk po min. podílech	6,8	5,8	17,6%

Zdroje: CYRRUS, a. s., ČEZ.

Ačkoliv trhy v současné době zajímá spíše zpětný odkup akcií ČEZ než kvartální výsledky, ty nám mohou hodně napovědět, zda budeme muset přistoupit k revizi očekávaných hospodářských výsledků za celý rok 2007. Nyní před výsledky věříme, že nikoliv, alespoň pokud společnost ČEZ splní naše spíše defenzivní odhady. Navíc první dny skutečného obchodování na pražské energetické burze ukazují, že ČEZ by mohl elektřinu na příští rok prodat za vyšší cenu než s níž počítáme v našem modelu (52,8 EUR) a ani mírně horší letošní výsledky by se tam nemusely nutně odrazit sníženou cílovou cenou akcií ČEZ, kterou nyní máme na úrovni 1205 Kč.

Analýza

Jan Procházka	petrochemie, energetika, doprava	prochazka@cyrrus.cz
Marek Hatlapatka	Zahraníční trhy, utility, banky	hatlapatka@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Nemovitosti, farmacie	potmesil@cyrrus.cz

Trading & Sales

Michal Oplt	Brno	oplt@cyrrus.cz
Petr Bánovský	Brno	banovsky@cyrrus.cz
Eduard Tesař	Brno	tesar@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz
Marek Šperlich	Praha	sperlich@cyrrus.cz
Marie Kolovratová	Praha	kolovratova@cyrrus.cz

Portfolio management

Ondřej Svoboda	Brno	svoboda@cyrrus.cz
Aleš Honsa	Praha	honsa@cyrrus.cz

Corporate finance

Tomáš Kunčický		kuncicky@cyrrus.cz
----------------	--	--------------------

Výhrada (disclaimer): Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. („BCPP“) a podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení 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 zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure): Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevyklučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCPP. Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.