

# ČEZ a.s.

Marek Hatlapatka  
analytik  
hatlapatka@cyrrus.cz

## Predikce výsledků za 1Q2008

12.5.2008  
ČEZ a.s.  
Výsledky za 1Q2008

### Základní informace

Datum	12.5.2008
Cena akcie	1 220 CZK
Vydaných akcií	592,2 mil. ks
Tržní kapitalizace	722,5 mld. CZK
52 týdenní max.	1 435 CZK
52 týdenní min.	991 CZK
Beta vs. PX	1,05
Váha v PX	23,6%



### Základní ukazatele 2008e

ROAE	18,0%
ROAA	15,4%
EBITDA marže	43,1%
P/E	14,7x
Dividendový výnos	3,7%

Zdroje: Bloomberg, ČEZ, CYRRUS.

Společnost ČEZ a.s. zveřejní své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za první kvartál 2008 dne 15.5.2008 před otevřením trhu.

### VÝHLED HOSPODAŘENÍ

Zatímco loňský úvod roku byl pro společnost ČEZ poměrně složitý kvůli nepříznivým klimatickým podmínkám, letošní první kvartál se teplotně vrátil blíže k průměru a to by se mělo pozitivně odrazit na spotřebě elektrické energie v meziročním srovnání. V kombinaci s růstem velkoobchodní ceny elektřiny a příspěvkem zahraničních aktiv by to mělo vyústit v 18% meziroční nárůst tržeb na 52 mld. Kč. Čistý zisk by měl dosáhnout přibližně stejného meziročního tempa růstu a dosáhnout 15 mld. Kč. Na nadcházející valné hromadě společnosti dojde s největší pravděpodobností ke schválení 40 Kč dividendy a povolení dalšího zpětného odkupu akcií. Jeho první fáze skončila na začátku května, předpokládáme, že další série začne na podzim.

### Predikce výsledků skupiny ČEZ za 1Q2008

	mld. CZK	1Q2008e	Tržní konsensus	1Q2007	y/y
Tržby	52,06	51,60	51,60	44,12	18,0%
EBITDA	25,63	25,20	25,20	21,74	17,9%
EBIT	20,15	19,90	19,90	16,32	23,5%
Zisk před zdaněním	19,30	X	X	16,23	18,9%
Čistý zisk*	14,96	14,80	14,80	12,68	18,0%

\* po minoritních podílech.

Zdroje: CYRRUS, a. s., Bloomberg, ČEZ a.s.

Spotřeba elektrické energie v České republice dosáhla za první tři měsíce letošního roku 16,79 TWh (Energetický regulační úřad), což představuje 4,6% meziroční nárůst. Ten je z velké části způsobený nízkou srovnávací základnou v úvodu roku 2007 a spotřeba se tak de facto vrátila k „normálu“. Předpokládáme, že ČEZ v prvním kvartále vyrobil o 8% více elektrické energie ve svých jaderných zdrojích, mírný nárůst výroby očekáváme také v zahraničních zdrojích v Polsku a Bulharsku. V kombinaci s průměrným 17,7% nárůstem velkoobchodní ceny elektřiny a 9,1% zvýšením cen pro domácnosti proto očekáváme, že celkové tržby za první kvartál dosáhnou 52,1 mld. Kč, což představuje 18% meziroční nárůst (za celý rok 2008 očekáváme tržby ve výši 200,6 mld. Kč, +14,9% y/y). Nejistotu do této predikce vnáší jako vždy především vývoj zahraničních tržeb, které jsou hůře predikovatelné a vzhledem k jejich poměrně vysokému podílu na celkových tržbách skupiny (cca 20%) mohou výsledek poměrně výrazně ovlivnit. Tržby v segmentu distribuce a prodej by měly meziročně poklesnout, nicméně během letošního roku čekáme stabilizaci tržního podílu ČEZu na koncovém trhu.

Na provozní výsledek na úrovni EBITDA budou proti sobě působit dva základní faktory. Tím pozitivním by mělo být zvýšení využití kapacity jaderných elektráren (očekáváme zvýšení využití kapacity na 85%) a vyšší podíl výroby z jádra v ČR ve srovnání s 1q2007. Naopak tlak na EBITDA marži bude ze strany nákladů na nákup energií a částečně také osobních nákladů. Očekáváme, že EBITDA dosáhne 25,6 mld. Kč, což znamená EBITDA marži ve výši 49,2%, tedy nepatrný pokles ve srovnání se stejným obdobím loňského roku (49,3%). Tyto hodnoty však stále zůstávají vysoko nad průměrem peer group. Odpisy by měly mírně vzrůst z 5,4 mld. Kč na 5,5 mld. Kč, což následně znamená zisk před úroky a zdaněním (EBIT) 20,2 mld. Kč. EBIT marže by se v tomto případě zvýšila z 37% na 38,7%.

Pod úrovní provozního zisku počítáme s poměrně výrazným růstem nákladových úroků a absencí některých pozitivních finančních položek, které se objevily v 1q2007. Celkově kalkulujeme s čistými finančními náklady ve výši 0,84 mld. Kč, což znamená, že zisk před zdaněním by měl dosáhnout 19,3 mld. Kč (+18,9% y/y). Nižší korporátní daň v České republice (z 24% na 21%) by se měla projevit v efektivní daňové sazbě, u níž očekáváme mírný pokles z 20% na 19,8%. Čistý zisk poté vychází ve výši 15,5 mld. Kč, po odečtení zisku připadajícího na minoritní podíly se dostáváme k čistému zisku 15,0 mld. Kč (+18% y/y).

Společnost svolala na 21. května valnou hromadu, na níž s největší pravděpodobností schválí dividendu z loňského zisku ve výši 40 Kč (+100% y/y, dividendový výnos 3,3%) a také možnost pokračování zpětného odkupu akcií. Předpokládáme, že nová vlna odkupu by měla být zahájena na podzim letošního roku, její celkový objem bude zřejmě záviset na dalším vývoji v oblasti zahraničních akvizic. Na domácím poli ČEZ avizoval, že hodlá změnit svoji strukturu budoucí výroby elektrické energie tak, aby snížil náročnost výroby na emise resp. emisní povolenky. Hlavním krokem nové koncepce by měla být výstavba nových paroplynových zdrojů, které by se v budoucnu měly podílet na výrobě elektrické energie přibližně jednou pětinou. Tato změna strategie je logickým vyústěním posledních událostí (nedohoda s Mosteckou uhelnou, záměr Evropské komise nepřidělovat žádné emisní povolenky zdarma po roce 2012). Obecně považujeme tento krok za správný, nicméně jejich konkrétní dopad na férové ocenění společnosti zatím nelze vzhledem k nedostatku informací a vágnosti stanovení strategie určit. Předpokládáme, že pozitivní dopad úspory emisních povolenek (potřeba emisních povolenek u paroplynové výroby je cca poloviční ve srovnání s uhelnými zdroji) bude kompenzován vyššími výrobními náklady jednotky produkce u paroplynových elektráren.

### Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Head of research	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Chief Analyst	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Senior analytik	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@cyrrus.cz</a>	Farmacie, development
Lucie Kundrátová	Analytik	<a href="mailto:kundratova@cyrrus.cz">kundratova@cyrrus.cz</a>	Petrochemie, spotřební zboží
Ondřej Moravanský	Analytik	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, média

### Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	<a href="mailto:pikna@cyrrus.cz">pikna@cyrrus.cz</a>
Kamil Kricner	Praha	<a href="mailto:kricner@cyrrus.cz">kricner@cyrrus.cz</a>

### Portfolio management:

Jindřich Rovný	Praha	<a href="mailto:rovny@cyrrus.cz">rovny@cyrrus.cz</a>
Tomáš Machalický	Brno	<a href="mailto:machalicky@cyrrus.cz">machalicky@cyrrus.cz</a>

### Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	<a href="mailto:kuncicky@cyrrus.cz">kuncicky@cyrrus.cz</a>
----------------	------	--

#### 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 nevylučuje, 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 uzavřeno 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 vnitřní provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosažováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na [www.cyrrus.cz](http://www.cyrrus.cz)

**BRNO**  
 Veveří 111 (Platinum)  
 616 00 Brno  
 Tel.: +420 538 705 711

**PRAHA**  
 Radlická 14, Anděl Park  
 150 00 Praha 5, Smíchov  
 Tel.: +420 221 592 361