

ČEZ a.s.

Marek Hatlapatka
analytik
hatlapatka@cyrrus.cz

Predikce výsledků za 9M2008

10.11.2008

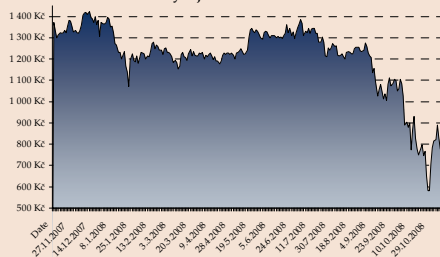
ČEZ a.s.

Výsledky za 3Q2008 a 9M2008

Základní informace

Datum	10.11.2008
Cena akcie	850 CZK
Vydaných akcií	592,2 mil. ks
Tržní kapitalizace	503,4 mld. CZK
52 týdenní max.	1 435 CZK
52 týdenní min.	558 CZK
Beta vs. PX	1,02
Váha v PX	28,7%

Vývoj akcií ČEZ a.s.



Akcionářská struktura

Stát	64,3%
ČEZ a.s.	9,9%
Free float	25,8%

Zdroje: Bloomberg, ČEZ.

Společnost ČEZ a.s. zveřejní své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za devět měsíců 2008 dne 13.11.2008, tentokrát mimořádně až odpoledne ve 14:00.

VÝHLED HOSPODAŘENÍ

Společnost ČEZ i ve třetím kvartále představí výrazně vyšší zisková čísla než ve srovnatelném období před rokem, i když očekáváme určité snížení dynamiky růstu, který by měl u čistého zisku dosáhnout 26,1% y/y, resp. 35,6% za 9M2008. Hlavním driverem pochopitelně zůstávají rostoucí ceny elektrické energie a nízké výrobní náklady ČEZu, související s vysokým zapojením jaderných zdrojů a snahou o minimální využívání zdrojů uhelných. Tuto snahu však ve druhém letošním pololetí komplikují plánované i neplánované odstávky jaderných bloků, což se však ve větší míře projeví až ve čtvrtém kvartále (neplánovaný téměř dvouměsíční výpadek prvního bloku JE Temelín). Nemyslíme si nicméně, že by se tyto problémy měly výrazně promítat do ocenění akcií ČEZ. Stále platí, že celková situace na finančních trzích je nyní tím klíčovým faktorem ovlivňujícím kurz akcií (nejen) ČEZu.

Predikce výsledků skupiny ČEZ za 3Q2008 a 9M2008

	<i>mln. CZK</i>	3Q2008e	Tržní konsensus	3Q2007	y/y
Tržby		41,49	42,40	40,33	2,9%
EBITDA		19,92	20,70	16,98	17,3%
EBIT		14,73	15,30	11,61	26,9%
Zisk před zdaněním		13,69	x	11,39	20,2%
Čistý zisk		10,78	x	8,67	24,3%
Čistý zisk*		10,61	11,30	8,41	26,1%

	<i>mln. CZK</i>	9M2008e	Tržní konsensus	9M2007	y/y
Tržby		131,91	132,80	123,50	6,8%
EBITDA		68,47	69,30	55,14	24,2%
EBIT		52,48	53,10	38,94	34,8%
Zisk před zdaněním		50,46	x	38,54	30,9%
Čistý zisk		39,73	x	29,68	33,9%
Čistý zisk*		39,20	39,90	28,91	35,6%

* po minoritních podílech.

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

Naše predikce je tentokrát pod konsensuálním odhadem trhu, což při srovnatelných očekávaných ziskových maržích odráží naši nižší predikci tržeb za třetí kvartál. Po tržbách za první pololetí (které dopadly poměrně výrazně níže než jsme modelovali) jsme v našem modelu přistoupili k úpravám vývoje očekávaných tržeb, což spolu s ne zcela optimálními podmínkami ve třetím kvartále vyústilo v očekávané tržby za 3q2008 ve výši „pouze“ 41,5 mld. Kč, což představuje relativně nízký 2,9% meziroční nárůst a přibližně srovnatelnou úroveň z 2q2008 (41,8 mld. Kč). Pozitivní efekt cca 17% meziročního nárůstu velkoobchodních cen elektřiny bude podle našeho názoru ve třetím kvartále mírnit méně příznivé letní počasí. Malý počet tropických dní a více srážek zřejmě vedlo k nižší spotřebě elektrické energie související s používáním klimatizací (právě tento faktor byl přítom v posledních dvou letech pro letní spotřebu poměrně významný). Finanční krize a s ní spojené oslabení ekonomického růstu se sice ve třetím kvartále ještě v ČR nestačilo projevit, nicméně celkově očekáváme zpomalení růstu spotřeby elektřiny v tomto kvartále, což by za celých 9M2008 mohlo vyústit v 3,3% růst y/y.

Zatímco relativně příznivý byl ve třetím kvartále vývoj tržeb v segmentu domácí distribuce (předpokládáme, že tržní podíl ČEZ se již nesnižoval, naopak mohl i mírně vzrůst), u zahraničních aktiv počítáme s meziročním poklesem, což se negativně odrazí v celkovém vývoji tržeb za 3q2008 a 9M2008. Ani těžební segment, reprezentovaný Severočeskými doly, tržbám zřejmě příliš nepomohl, když vyšší ceny uhlí byly zřejmě více než kompenzovány poklesem odbytu v rámci skupiny ČEZ, což souvisí s výše zmíněnou snahou ČEZ využívat uhelných zdrojů jen v nejnужnějších případech.

V poslední době již tradičně rostou výrazně více než tržby zisky skupiny ČEZ. Důvod lze spatřovat v efektivním využívání jaderných zdrojů a solidní schopnosti ČEZu udržovat ostatní provozní náklady pod kontrolou. Tento trend podle našeho očekávání vydržel i ve třetím čtvrtletí, i když i zde očekáváme pokles marží ve srovnání s 1H2008. Téměř celý třetí kvartál byl odstaven první blok JE Temelín, který kvůli technické závadě zůstane mimo provoz téměř do konce letošního roku. Krátká plánovaná říjnová odstávka prvního bloku JE Dukovany by spolu s tím měla vyústit v nižší podíl jaderných elektráren na výrobě elektřiny než tomu bylo v prvním pololetí (41% jádro, 56% uhlí). Především kvůli tomu očekáváme, že EBITDA marže dosáhne ve 3q2008 48%, což je sice v meziročním srovnání (42,1% v 3q2007) výrazně výše, nicméně pod hodnotami z první části roku (56% resp. 51%). Za prvních devět měsíců 2008 nicméně i přesto dosáhne EBITDA marže úctyhodné hodnoty 51,9%. Podobný vývoj očekáváme i u provozního zisku, který za třetí kvartál predikujeme ve výši 14,73 mld. Kč, meziročně o 26,9% výše, za 9M2008 potom 52,5 mld. Kč (+34,8% y/y).

Finanční úroveň výsledovky je nyní pod tlakem. Pomineme-li mimořádné výnosy z prodeje aktiv (I&C Energo a.s.) z předchozího kvartálu, očekáváme, že ČEZ za 9M2008 představí finanční ztrátu, která by celkově měla dosáhnout výše 2,0 mld. Kč. Celou polovinu této sumy přitom připisujeme právě třetímu čtvrtletí, v němž očekáváme výsledek z finančních činností ve výši -1,0 mld. Kč kvůli kurzovým ztrátám, vyšším nákladům dluhu a také přecenění finančních aktiv (akcie MOL, kde se může negativní vliv související s vývojem akciových trhů ve výsledku třetího kvartálu odrazit podle našeho odhadu ztrátou 400-500 mil. Kč).

Z výše uvedeného vyplývá, že zisk před zdaněním by ve třetím kvartále měl dosáhnout 13,7 mld. Kč (+20,2% y/y), za 9M2008 potom 50,5% (+30,9% y/y). V našem modelu počítáme pro třetí kvartál s efektivní daňovou sazbou blízko nominální hodnotě, konkrétně 21,3%, za prvních devět měsíců by tak měl ČEZ do státní pokladny přispět částkou 10,7 mld. Kč a efektivní sazba daně z příjmů právnických osob by tak dosáhla 21,3%. Po zdanění tak přicházíme s čistým ziskem za 3q2008 ve výši 10,8 mld. Kč, po odečtení podílů náležejících minoritním akcionářům potom 10,6 mld. Kč, meziročně o 26,1% více. Za prvních devět měsíců letošního roku by tak ČEZ měl dle naší predikce dosáhnout čistého zisku připadaného akcionářům podniku 39,2 mld. Kč (+35,6% y/y).

Námi očekávaný zisk představuje 80,7% čistého zisku, který ČEZ očekává za celý letošní rok (upřesněná predikce z léta 48,6 mld. Kč) resp. 78,7% očekávané EBITDA (guidance ČEZ 87 mld. Kč za celý rok 2008). Ačkoliv čtvrtý kvartál bývá pro ČEZ z hlediska sezónnosti spolu s prvním kvartálem nejsilnějším, tentokrát bude výsledek negativně ovlivněn neplánovanou odstávkou prvního bloku JE Temelín. Ta by se podle informací společnosti ČEZ měla protáhnout zřejmě do poloviny prosince. K tomu musíme počítat i se zatím nadprůměrně teplým počasím a prvními známkami oslabujícího ekonomického růstu v České republice. I proto očekáváme, že ve čtvrtém kvartále výrazněji klesnou ziskové marže ČEZ a výsledek 4q2008 tak zřejmě bude netradičně slabý. I přesto jsme toho názoru, že ČEZ bez problémů překoná svoji guidance. Pokud se potvrdí naše očekávání pro třetí kvartál, počítáme s EBITDA za 2008 ve výši 89,7 mld. Kč resp. celoročním čistým ziskem 50,1 mld. Kč.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Head of research	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Chief analyst	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Senior analytik	potmesil@cyrrus.cz	Farmacie, development
Lucie Kundrátová	Analytik	kundratova@cyrrus.cz	Petrochemie, spotřební zboží
Ondřej Moravanský	Analytik	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Peter Dömény	Brno	domeny@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jan Michelfeit	Praha	michelfeit@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. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost 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 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 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 zpravodajství je možno nalézt na <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