

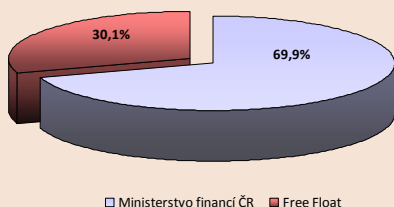
ČEZ, a.s.
CZE
Predikce hospodářských výsledků za 9M2009
9.11.2009

Aktuální doporučení: DRŽET
Aktuální cílová cena: 980 CZK

Vývoj akcií ČEZ



Struktura akcionářů ČEZ



Ministerstvo financí ČR Free Float

Základní informace o akcích ČEZ

Data ke dni: 9.11.2009
Cena akcie: 904 CZK
Počet vydaných akcií: 538 mil.
Tržní kapitalizace CZK: 486 mld.
Tržní kapitalizace EUR: 19 mld.
52-week max: 1 009 CZK
52-week min: 601 CZK
Průměrný denní objem: 860 mil. CZK

Sídlo firmy: Duhová 2/1444
140 53 Praha 4
Česká republika

Web: www.cez.cz

ISIN: CZ0005112300
WKN: 887832
Bloomberg: CEZ CP
Reuters: CEZSp.PR

Společnost ČEZ zveřejní své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za devět měsíců roku 2009 ve čtvrtek 12. listopadu 2009 před otevřením trhu (prezentace výsledků managementem ČEZ bude následovat od 9:30).

PREDIKCE HOSPODÁŘSKÝCH VÝSLEDKŮ ČEZ ZA 9M2009

Ve třetím čtvrtletí se sice ekonomická situace stabilizovala a v některých odvětvích byly evidentní známky mírného oživení, pro hospodaření společnosti ČEZ se toho však ve srovnání s druhým čtvrtletím příliš nezměnilo. Spotřeba elektřiny lehce zmenšila své meziroční propady, na druhou stranu spotové ceny elektřiny zůstávají velmi nízko, což zřejmě ČEZ i ve třetím čtvrtletí ponoukalo spíše k nákupům elektřiny na volném trhu místo výroby ve vlastních uhelných elektrárnách. Pozitivně se ve výsledcích projeví v průběhu 2Q a 3Q konsolidované akvizice (MIBRAG, Sedas, AkEnerji) a zřejmě opět i pozitivní přecenění akciových opcí MOL. I díky tomu by se čistý zisk měl udržet v blízkosti 3Q2008, konkrétně očekáváme meziroční nárůst o cca dvě procenta. Trh bude nepochybně opět vyčkávat, zda ČEZ nepřistoupí ke změně celoročního výhledu (spíše se kloníme k variantě, že nikoliv) či nějakým způsobem nenaznačí výhledy na rok příští (i zde očekáváme spíše zdrženlivý postoj managementu ČEZ).

Predikce hospodářských výsledků ČEZ za 9M2009

(mil. CZK)	3Q2009e	3Q2008	y/y	9M2009e	9M2008	y/y
Tržby	41 919	41 400	1,3%	137 534	131 821	4,3%
EBITDA	20 401	20 265	0,7%	72 228	68 818	5,0%
Provozní zisk	14 988	15 453	-3,0%	55 844	53 200	5,0%
Zisk před zdaněním	15 846	15 786	0,4%	55 791	52 553	6,2%
Čistý zisk	12 645	12 509	1,1%	44 645	41 467	7,7%
Čistý zisk pro akcionáře	12 499	12 302	1,6%	44 140	40 885	8,0%

ZDROJ: ČEZ, CYRRUS, a.s.

ČEZ se ještě stále může opírat o solidní meziroční nárůst průměrné realizované prodejní ceny elektřiny díky předprodejům z let minulých. Naopak spotové ceny se stále drží velmi nízko, což jednak mírně negativně ovlivňuje výslednou realizovanou cenu při prodeji elektrické energie, jednak ovlivňuje rozhodování ČEZu v trade-off mezi výrobou ve vlastních uhelných zdrojích (za cenu vyšší potřeby emisních povolenek) nebo spíše nákupem potřebné elektřiny právě na spotovém trhu (viz vliv na marže níže). I nadále tak počítáme s meziročním poklesem výroby elektřiny v uhelných zdrojích (v 2Q tento pokles činil 15% y/y), také u jaderných elektráren je nutné počítat s nižším využitím. Nižší výroba v uhelných elektrárnách následně ovlivňuje také odbyt uhlí Severočeských dolů (tři čtvrtiny uhlí odebírá ČEZ), což se na tržbách také zřejmě mírně negativně v meziročním srovnání projeví. Co se týká spotřeby elektrické energie v ČR, ve třetím kvartále jsme již nebyli svědky tak výrazných meziročních propadů jako v 2Q (-10,8% y/y), celkově se v ČR ve 3Q spotřebovalo 12,7 TWh elektrické energie, což představuje meziroční pokles o 7%. Celkově očekáváme tržby za 3Q ve výši 41,9 mld. CZK, tedy o 1,3% více než ve stejném období před rokem, za celých 9M2009 by se potom měly tržby meziročně zvýšit o 4,3% na 137,5 mld. CZK.

Z hlediska provozních nákladů očekáváme mírný meziroční nárůst a s tím spojený pokles ziskových marží. K tomu mimo jiné přispěje i výše zmíněný útlum výroby elektrické energie z vlastních uhelných zdrojů a posílené nákupy na spotovém trhu (plus mírně nižší využití jaderných elektráren). Celkově očekáváme, že zisk na úrovni EBITDA dosáhne ve 3Q 20,4 mld. CZK, EBITDA marže mírně klesne na 48,7% z 48,9% v 3Q2008, u provozního zisku EBIT potom očekáváme 15,0 mld. CZK resp. EBIT marži ve výši 36,6% vs. 37,3% ve 3Q2008. Za celých 9M2009 by se tak provozní úroveň měla meziročně zlepšit o cca 5% a EBITDA marže tak zůstat nad hranicí 50% (52,5%) především díky prvnímu kvartálu.

Finanční část výsledovky může opět způsobit určitou odchylku tržního očekávání od skutečnosti, hlavně kvůli případnému přecenění opcí na akcie maďarské společnosti MOL. Akcie MOL během třetího kvartálu posílily o cca 22% (v CZK) a očekáváme, že se tato skutečnost pozitivně projeví ve výnosech z finančních derivátů. K tomu je třeba navíc připočítat i výnosy z cenných papírů v ekvivalenci související s nedávno konsolidovanými akvizicemi německé společnosti MIBRAG a tureckých Sedas a AkEnerji. Celkově tak kalkulujeme s pozitivním finančním výsledkem ve výši 0,9 mld. CZK, což by mělo vyústit v zisk před zdaněním 15,85 mld. CZK (+0,4% y/y). Při očekávané efektivní daňové sazbě 20,2% by tak čistý zisk měl dosáhnout výše 12,65 mld. CZK, po odečtení zisku připadajícího minoritním akcionářům by čistý zisk za třetí čtvrtletí měl dosáhnout 12,5 mld. CZK (+1,6% y/y). Za celých 9M2009 potom očekáváme čistý zisk pro akcionáře ČEZ vy výši 44,1 mld. CZK (+8% y/y).

Předpokládáme, že největší riziko výše uvedené prognózy spočívá ve finanční části výsledovky, konkrétně v přecenění akciových opcí. Tato položka by v celoročních výsledcích mělo mít pozitivní efekt na čistý zisk, který zřejmě i díky tomu překoná cíl stanovený společností ČEZ ve výši 50,2 mld. Kč. Vzhledem k tomu, že ČEZ mimořádné položky (jako je právě přecenění akciových opcí) do své guidance nepočítá, šance na zvýšení celoročních výhledů podle nás není tak velká, jako by se z výsledků za prvních 9 měsíců roku zdálo (tj. čistý zisk za 9M2009 očekáváme ve výši 44,6 mld. Kč, tedy 89% celoroční guidance ČEZu). Pro 4Q je třeba počítat s výrazným poklesem ziskových marží, některými jednorázovými náklady (vytvoření rezervy na emisní povolenky) a samozřejmě je potřeba také abstrahovat od výše zmíněných mimořádných položek typu přecenění akciových opcí.

Akcie elektrárenských společností včetně ČEZ jsou již nějaký čas pod tlakem nepříznivého vývoje trhu (poptávka po elektřině) a nízkých spotových i futures cen elektrické energie. Páteční vstup polské společnosti PGE SA na varšavskou burzu sice byl úspěšný (akcie se nyní obchodují o 15% nad cenou úpisu) a akcie PGE se obchodují za poměrně výrazně vyšší násobky P/E i EV/EBITDA než ČEZ a ostatní společnosti v sektoru, to je však podle nás do značné míry způsobeno speciálními důvody (především prakticky vynucenou poptávkou ze strany podílových a penzijních fondů v Polsku kvůli velikosti emise a jejímu očekávanému zařazení do indexu WIG20). Nemyslíme si tedy, že by se ocenění ČEZ kvůli PGE mělo posunout výše, k tomu bude třeba příznivějšího vývoje trhu a tedy i sentimentu v celém sektoru.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Analytik	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Analytik	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Analytik	potmesil@cyrrus.cz	Farmacie, development
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
Karel Potměšil	Praha	potmesil@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 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 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