

(mil. CZK)	3Q2011	3Q2011e CYRRUS	Tržní konsensus	3Q2010	y/y	9M2011	9M2011e CYRRUS	Tržní konsensus	9M2010	y/y
Výnosy	47 008	47 744	47 700	45 705	2,9%	150 562	151 298	151 254	144 388	4,3%
EBITDA	18 526	18 243	18 467	20 009	-7,4%	62 417	62 134	62 358	67 174	-7,1%
Provozní zisk	11 851	12 094	12 267	14 291	-17,1%	43 519	43 762	43 935	50 021	-13,0%
Zisk před zdaněním	4 628	8 997	9 402	14 034	-67,0%	34 130	38 499	38 904	48 764	-30,0%
Čistý zisk	2 446	7 243	7 534	11 524	-78,8%	26 375	31 172	31 463	40 213	-34,4%
Čistý zisk pro akcionáře	2 482	7 250	7 550	11 467	-78,4%	26 456	31 224	31 524	40 108	-34,0%

*tržní konsensus dle průzkumu ČEZ

Zdroj: ČEZ, CYRRUS, a.s.

Platné investiční doporučení: Akumulovat
Cílová cena: 970 CZK

Vývoj akcií ČEZ


Základní informace o akciích ČEZ

Data ke dni:	9.11.2011
Cena akcie:	734 CZK
Počet vydaných akcií:	538 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	395 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	15,7 mld.
52-week max:	967 CZK
52-week min:	662 CZK
Průměrný denní objem:	580 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: CEZPsp.PR

- ČEZ představil na provozní úrovni čísla, která jsou v souladu s naším i tržním očekáváním, mírně nižší výnosy se sice přetavily v lehce nižší EBIT, nicméně rozdíl je způsoben především vyšší než očekávanou úrovní odpisů (větrný park v Rumunsku, elektrárny v ČR), takže EBITDA dokonce lehce naši projekci překonala.
- Potud je vše v pořádku: to hlavní překvapení a bohužel negativní, přišlo v položkách finančního výsledku. Zatímco snížení hodnoty opcí MOL jsme čekali (i když nižší než realita), účetní ztráta (rozdíl mezi prodejní cenou a účetní hodnotou) související s prodejem 50% podílu v německém Mibragu ve výši 2,7 mld. Kč překvapila nás i trh. Navíc i další položky finančního výsledku dopadly hůře než jsme predikovali: FX ztráta 0,8 mld. CZK vs. náš odhad 0,4 mld. CZK, čisté placené úroky byly také o cca 0,4 mld. CZK vyšší než naše projekce.
- Celkově tak místo námi očekávaného zisku před zdaněním 9 mld. CZK ČEZ oznámil jen 4,6 mld. CZK a po odečtení daně a eliminaci podílů připadajících minoritním akcionářům zbylo na čistém zisku jen 2,5 mld. CZK (-78% y/y). Za celých 9M2011 tak ČEZ dosáhl zisku 26,5 mld. CZK a ke splnění celoročního cíle (40,6 mld. CZK) tak společnost musí v posledním kvartále dosáhnout zisku alespoň 14,1 mld. CZK. Pro srovnání, v 4Q2010 ČEZ reportoval zisk 7,1 mld. CZK, v předchozích letech kolem 5-6 mld. CZK.
- Ponechání cíle EBITDA 84,8 mld. CZK nás nepřekvapilo a ČEZ by měl cíl bez potíží splnit, žádná změna u guidance na čistém zisku nás nicméně překvapuje a jsme toho názoru, že ČEZ má malou šanci tohoto cíle dosáhnout při započtení „běžných“ položek hospodaření. Například ke splnění cíle EBIT chybí ČEZu pro 4Q 15,6 mld. CZK, pro splnění cíle na čistém zisku 14,1 mld. CZK. Pokud budeme předpokládat, že ČEZ nepřekoná EBIT cíl dramaticky, znamená to, že na finanční výsledek a daň zbývá maximálně do 2 mld. CZK. Jen samotná daň by měla být vyšší, dále je třeba počítat s cca 1,1 mld. CZK daně z povolenek a čistými úrokovými náklady min. 1,3 mld. CZK.
- Naše kalkulace tak ukazuje, že ke splnění cíle chybí i při optimistickém nastavení podmínek (překonání cíle EBIT o 1 mld. CZK, žádné snížení hodnoty opcí MOL, nulová bilance FX) minimálně 3 mld. CZK. To nás nabádá k úvaze o tom, že jednání o prodeji aktiv v Turecku jsou již tak pokročilá, že ČEZ počítá s pozitivním vlivem prodeje těchto aktiv ve výsledcích za 4Q. Více se snad dozvíme na konferenčním hovoru (dnes od 16:30), po němž přineseme dodatečný komentář.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Ocelářský a automobilový průmysl

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

Tomáš Machalický	Brno	machalicky@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem 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. 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