

19.2.2008

ČEZ a.s.

Výsledky za 4Q2007 a celý rok 2007

### Základní informace

Datum	19.2.2008
Cena akcie	1 260 CZK
Vydaných akcií	592,211 mil. ks
Tržní kapitalizace	746 mld. CZK
52 týdenní max.	1 435 CZK
52 týdenní min.	819 CZK
Beta vs. PX	1,12
Váha v PX	26,7%

Vývoj akcií ČEZ a.s.



### Základní ukazatele

ROE 2007e	21,1%
ROA 2007e	14,8%
EBITDA marže 2007e	42,9%
P/E 2007e	17,6x
Divid. výnos 2007e	2,9%

Zdroje: Bloomberg, ČEZ, CYRRUS.

Společnost ČEZ a.s. zveřejní své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za čtvrtý kvartál 2007 a celý rok 2007 dne 25.2.2008 v 9:15 h.

### VÝHLED HOSPODAŘENÍ

Rok 2007 a ČEZ, to jsou rostoucí ceny elektrické energie, poměrně extrémní výkyvy počasí, neúspěšná jednání s Mosteckou uhelnou a především zpětný odkup vlastních akcií. Ten se pomalu blíží ke konci (nebo jen ke konci prvního kola?) a s blížící se valnou hromadou tak budou investoři stále více spekulovat o tom, zda náhodou nebude „buyback“ program prodloužen.

### Predikce výsledků skupiny ČEZ za 4Q2007 a celý rok 2007

mil. CZK	4Q2007e	Tržní konsensus**	4Q2006	y/y
Tržby	51 189		35 681	43,5%
EBITDA	19 878		11 743	69,3%
EBIT	14 124		6 200	127,8%
Zisk před zdaněním	13 402		7 382	81,5%
Čistý zisk*	13 424		6 857	95,8%

  

mil. CZK	2007e	Tržní konsensus**	2006	y/y
Tržby	174 685		159 580	9,5%
EBITDA	75 015		64 344	16,6%
EBIT	53 063		40 064	32,4%
Zisk před zdaněním	51 946		37 708	37,8%
Čistý zisk*	42 337		27 697	52,9%

\* po minoritních podílech, \*\* tržní konsensus zatím není k dispozici.  
Zdroje: CYRRUS, a. s., ČEZ a.s.

Loňský rok nezačal pro největšího českého výrobce elektřiny zrovna pozitivně. Nadprůměrně teplé první měsíce roku vedly k výraznému meziročnímu propadu spotřeby elektřiny (-6,7% y/y). Ovšem teplotně podprůměrné poslední tři měsíce 2007 situaci změnila a přispěla k tomu, že za celý rok spotřeba elektrické energie v ČR ani tentokrát neporušila rostoucí trend. Celoroční nárůst tak sice dosáhl pouze 0,6% y/y na 59,8 TWh spotřebované elektřiny (zatímco my jsme na začátku roku odhadovali 2% růst spotřeby na 60,5 TWh), vzhledem k teplotním podmínkám a vývoji cen jsme však nemuseli do našich predikcí tržeb v tomto směru výrazně zasahovat. I proto, že pro ČEZ je podstatná především elektřina vyrobená. V ČR vzrostla v roce 2007 výroba elektrické energie o 4,5% y/y na 88,2 TWh, u samotného ČEZu v ČR očekáváme nárůst o 4,2% na 64,7 TWh, se započtením zahraničních aktiv potom +10,5% y/y na 72 TWh. Prakticky celý nárůst přitom můžeme přiřadit zvýšení produkce v uhelných elektrárnách, naopak v jaderných zdrojích výroba téměř stagnovala (26,2 TWh v roce 2007 vs. 26,0 TWh v roce 2006). Hlavním driverem tržeb však každopádně zůstal růst cen elektřiny, díky němuž očekáváme meziroční nárůst tržeb o 9,5% na 174,7 mld. Kč. Naopak negativním faktorem je očekávaná stagnace tržeb v segmentu Distribuce a prodej, především kvůli poklesu tržního podílu ČEZ na domácím koncovém trhu. Naopak nárůst cen uhlí nás vedl k mírnému zvýšení odhadu tržeb Severočeských dolů do konsolidace z původních 3,1 mld. Kč na 3,4 mld. Kč. Je nutné také připomenout, že meziroční srovnání je ovlivněno konsolidací některých aktiv v průběhu roku 2006 (polské elektrárny a bulharská Varna).

ČEZ si po celý loňský rok pečlivě hlídal provozní náklady, což by se mělo ve výsledcích odrazit v nárůstu již tak nadprůměrných (z hlediska oborového srovnání) provozních marží. Provozní náklady by měly za rok 2007 dosáhnout 121,6 mld. Kč, což vyúsťuje v EBIT marži 29,7% (25,1% v roce 2006). Odpisy by měly dosáhnout výše 21,9 mld. Kč (meziroční pokles o 2,3 mld. Kč), čímž se dostáváme k EBITDA 75 mld. Kč a EBITDA marži 42,9%. Naše odhady jsou na této provozní úrovni o něco nad výhledem, který poskytl samotný ČEZ v prosinci (podle něj by EBITDA měla dosáhnout 74,4 mld. Kč a EBIT 52,8 mld. Kč). K tomuto odhadu nás vedou příznivé podmínky na trhu v posledním měsíci loňského roku i očekávání, že ČEZ si přeci jen ve svém posledním výhledu nechal určitý prostor pro pozitivní překvapení.

Ve finanční části výsledovky očekáváme ztrátu ve výši 1,1 mld. Kč, na niž bude negativně působit nárůst položky ostatní finanční výnosy a náklady a naopak pozitivně výnosové úroky. Zisk před zdaněním by podle naší prognózy měl dosáhnout výše 51,9 mld. Kč, což by představovalo 37,8% meziroční nárůst. Daňová reforma, která přinesla postupné snižování marginální sazby korporátní daně z loňských 24% až na 19% v roce 2010 se ve čtvrtém kvartále projeví zaúčtováním změny odloženého daňového závazku. Tím dojde k mimořádnému snížení efektivní daňové sazby za celý rok 2007 na námi odhadovaných 16,6%. Dostáváme se tak k čistému zisku 43,3 mld. Kč, což představuje 50,6% meziroční nárůst. Po odečtení čistého zisku náležitých minoritním podílům (očekáváme 882 mil. Kč) tedy vychází čistý zisk přiřaditelný akcionářům mateřského podniku ve výši 42,3 mld. Kč (+52,9% y/y).

ČEZ na sklonku minulého roku oznámil změnu ve své dividendové politice. Původní mantinely výplatního poměru 40-50% čistého zisku byly zvýšeny na 50-60% s okamžitou účinností. Jinými slovy, již letos vyplácená dividendy z loňského zisku se bude novým pravidlem řídit. Vzhledem k tomu, že letos ovlivní čistý zisk mimořádná položka související s odloženou daní (viz výše), předpokládáme, že se ČEZ při návrhu dividendy přidrží spodního okraje nového výplatního rozpětí. Dividenda by tak mohla činit 37 Kč na akcii, což by představovalo 85% meziroční nárůst.

Očekávané výsledky hospodaření vypadají impozantně, znovu je však třeba připomenout některé mimořádné vlivy (změny v konsolidovaném celku, daňové změny). Proto neočekáváme, že by kurz akcií ČEZ měl výrazněji reagovat na zveřejněné výsledky. Firmou oznámené očekávané hodnoty provozního i čistého zisku z prosince jsou příliš čerstvé na to, aby se v pondělí konalo nějaké dramatické překvapení. Kurz akcií ČEZ tak bude pravděpodobně i v příštích týdnech definován především vývojem na finančních trzích, cenami energií a vývojem duelu zpětný odkup akcií (očekáváme, že by mohl být dokončen v polovině března) vs. prodej státního podílu.

### Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Head of research	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, zahr. trhy
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, doprava
Jan Lojda	Analytik	<a href="mailto:lojda@cyrrus.cz">lojda@cyrrus.cz</a>	Textilní průmysl, 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>
----------------	-------	--

### 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 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 [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