

26.2.2009
ČEZ a.s.
Výsledky za 4Q2008 a FY2008

Základní informace

Datum	26.2.2009
Cena akcie	685 CZK
Vydaných akcií	534,1 mil. ks
Tržní kapitalizace	365,9 mld. CZK
52 týdenní max.	1 398 CZK
52 týdenní min.	558 CZK
Beta vs. PX	1,01
Váha v PX	29,0%

Vývoj akcií ČEZ.



Akcionářská struktura

Stát	69,9%
ČEZ a.s.	0,1%
Free float	30,0%

Zdroje: Bloomberg, ČEZ.

Společnost ČEZ a.s. zveřejní své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za čtvrté čtvrtletí a celý rok 2008 dne 3.3.2009 v 9:15.

VÝHLED HOSPODAŘENÍ

I přesto, že poslední tři měsíce roku 2008 celoroční bilanci společnosti ČEZ pokazí, může si ČEZ uplynulý rok opět přiřadit do kolonky „úspěšný“. Čistý zisk se především díky meziročnímu nárůstu cen elektřiny a změnám ve struktuře výroby elektrické energie meziročně zvýší podle našich předpokladů o 16,1% na 48,2 mld. Kč, rekordní by díky tomu (a s ohledem na zrušení odkoupených akcií v rámci zpětného odkupu) měla být i dividendy z tohoto zisku vyplacená (očekáváme 50-54 Kč na akcii). Letošní rok bude velmi pravděpodobně pro ČEZ ještě úspěšnější, alespoň co se dosaženého čistého zisku týká. Ten by měl poprvé v historii, díky rekordním cenám elektřiny z první poloviny roku 2008, překonat hranici 50 mld. Kč. A to i přesto, že díky nedávno oznámeným podpůrným ekonomickým opatřením (odpuštění tří záloh na elektřinu pro lidi, kteří přijdou o práci) se zisk pravděpodobně sníží o několik set milionů Kč.

Predikce výsledků skupiny ČEZ za 4Q2008 a FY2008

	mld. CZK	4Q2008e	4Q2007	y/y
Tržby	49,85	51,07	51,07	-2,4%
EBITDA	18,52	20,19	20,19	-8,3%
EBIT	12,71	14,25	14,25	-10,8%
Zisk před zdaněním	9,57	12,59	12,59	-24,0%
Čistý zisk	7,51	13,07	13,07	-42,5%
Čistý zisk*	7,36	12,63	12,63	-41,7%

	mld. CZK	FY2008e	FY2007	y/y
Tržby	181,67	174,56	174,56	4,1%
EBITDA	87,34	75,33	75,33	16,0%
EBIT	65,99	53,20	53,20	24,0%
Zisk před zdaněním	62,12	51,15	51,15	21,4%
Čistý zisk	48,98	42,76	42,76	14,5%
Čistý zisk*	48,24	41,56	41,56	16,1%

* po minoritních podílech.
Zdroje: CYRRUS, a. s., ČEZ a.s.

Čtvrtý kvartál zřejmě byl pro ČEZ z hlediska meziročního srovnání nejslabším obdobím roku 2008. Na všech podstatných úrovních výsledovky očekáváme meziroční poklesy, u čistého zisku dokonce až o více než 40%. Vidíme čtyři hlavní důvody tohoto vývoje: 1) dlouhodobé a neplánované odstavení prvního bloku JE Temelín, který byl kvůli poruše připojen do sítě až v polovině prosince místo plánovaného začátku října (tedy kvartálu). Kvůli tomu musel ČEZ posílit výrobu v emisně náročných uhelných elektrárnách, u nichž ČEZ dosahuje výrazně nižších provozních marží; 2) v rozšiřujících se dopadech ekonomické krize na spotřebu elektřiny v ČR a okolních zemích. Spotřeba elektrické energie v ČR se sice v roce 2008 meziročně zvýšila o 1,2% na 60,5 TWh, od října lze však pozorovat pokles spotřeby, především na úrovni podniků (například v listopadu klesla spotřeba elektřiny meziročně o 7%). Meziročně také poklesl výkon v domácích zdrojích o 5% na 83,5 TWh, o více než 21% meziročně poklesl také vývoz elektrické energie z ČR; 3) vysoká srovnávací základna ve 4q2007. Poslední čtvrtletí 2007 bylo pro ČEZ mimořádně silné, když tržby meziročně vzrostly o 43% a čistý zisk dokonce o 84%; 4) vysoké finanční náklady související především s poklesem cen akcií MOL (viz dále).

Vraťme se k začátku výsledovky, k tržbám. Očekáváme, že ty se ve 4q2008 meziročně snížily o 2,4% na 49,9 mld. Kč, za celý rok 2008 potom mírně vzrostly o 4,1% na 181,7 mld. Kč. Kromě výše zmíněných důvodů meziročního poklesu za 4q2008 (tedy extrémně vysoké tržby v 4q2007, pokles poptávky po elektřině a nižší výroba z jaderných zdrojů) očekáváme také mírně horší čísla u zahraničních aktiv (Bulharsko, Rumunsko, Polsko...) a u segmentu Distribuce a prodej. Naopak výsledek Severočeských dolů by mohl být ve 4q2008 lepší než v kvartále předchozím kvůli vyšší poptávce po uhlí ze strany ČEZ.

Důvody výrazného očekávaného poklesu provozních ziskových marží jsme již nakousli v úvodu. Jednoznačně tím nejdůležitějším jsou nečekané problémy s prvním blokem JE Temelín. Ten byl po plánované odstávce mimo provoz od července a připojen měl být na začátku října. Následná porucha jej však z provozu vyřadila na další více než 2 měsíce. To významně ovlivnilo strukturu výroby elektřiny z výrobních zdrojů ČEZ ve prospěch uhelných elektráren. U těch dosahuje ČEZ výrazně nižších marží. Očekáváme proto, že provozní zisk EBIT dosáhne za 4q2008 úrovně 12,7 mld. Kč (-10,8% y/y), což by představovalo celoroční EBIT ve výši 66,0 mld. Kč (+24% y/y). EBITDA by za celý rok měla dosáhnout 87,3 mld. Kč, tedy úrovně indikované během celého roku managementem ČEZu. Horší výsledek ve 4q2008 bude kompenzován „náskokem“, který si ČEZ vytvořil během prvních 9M roku 2008. celoroční EBITDA marže by tak měla podle naší projekce dosáhnout 48,1% ve srovnání s 43,2% v roce 2007 (a to i přesto, že EBITDA marže za samotný 4q2008 klesla z 39,5% na 37,2%).

Poměrně výrazné zhoršení v meziročním srovnání očekáváme ve 4q2008 na finanční úrovni výkazu zisků a ztrát. Očekávanou ztrátu za samotný 4q2008 ve výši 3,2 mld. Kč můžeme připsat především 7% podílu ČEZ v maďarské společnosti MOL, jejíž akcie za čtvrtý kvartál oslabily o cca třetinu. Na základě tohoto předpokladu očekáváme zisk před zdaněním za 4q2008 ve výši 9,6 mld. Kč (meziročně pokles o 24%), za celý rok 2008 potom 62,1 mld. Kč (+21,4% y/y). Při očekávané efektivní příjmové dani 21,2% očekáváme, že ČEZ za celý rok 2008 vykáže čistý zisk ve výši 49 mld. Kč, po očištění o minoritní podíly 48,2 mld. Kč. To by představovalo meziroční nárůst o 16,1% a zisk na akcii EPS 90,3 Kč (P/E 7,6x).

ČEZ zatím při všech příležitostech potvrzoval, že výplatní poměr by měl zůstat na úrovni 50-60% čistého zisku, i když určitá část trhu spekuluje, že stát jako majoritní vlastník by mohl tlačit na (dočasné) zvýšení tohoto poměru kvůli současné ekonomické krizi. Pokud se však přidržíme stávajícího payout poměru, potom lze očekávat výplatu dividendy mezi 45-54 Kč za akcii. My předpokládáme, že ČEZ právě kvůli současným podmínkám v ekonomice (a potažmo státním rozpočtu) navrhne dividendu na horní hranici výplatního pásma, tedy mezi 50-54 Kč. Dividendový výnos by tak mohl být 7,3% resp. 7,9%.

Druhé formě navrácení volného cash-flow investorům, zpětnému odkupu akcií, v současné době technicky nic nebrání v cestě. ČEZ totiž konečně legislativně zrušil v loňském roce odkoupené vlastní akcie a otevřel si tak prostor pro případný další buyback. Z hlediska ekonomické situace se však v současné době nejvíce jako pravděpodobné, že by ČEZ v blízké době novou vlnu odkupu inicioval. K tomuto názoru nás vede mimo jiné i to, že se mu v posledních měsících podařilo dokončit několik akvizičních projektů, naposledy koupil německého těžaře uhlí a výrobce elektrické energie MIBRAG. Tato společnost je svými parametry (roční těžba uhlí 19 mil. tun, roční tržby 372 mil. EUR) srovnatelná se Severočeskými doly, které již ČEZ vlastní (MIBRAG bude ČEZ prostřednictvím SD vlastnit na půl s J&T).

Při příležitosti zveřejnění výsledků za rok 2008 očekáváme, že ČEZ poskytne první guidance pro letošní rok. My zatím v modelu počítáme s tím, že čistý zisk ČEZu by v příštím roce mohl dosáhnout 51,5 mld. Kč. Celkově nečekáme, že by zveřejněné výsledky ČEZ měly mít výraznější dopad na akcie této společnosti na pražské burze. Jejich vývoj bude v blízké budoucnosti i nadále determinován především celkovým tržním vývojem a sentimentem.

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
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
Jiří Běhal	Brno	behal@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