

(mil. CZK)	4Q2010	4Q2010e CYRRUS	Tržní konsensus	4Q2009	y/y	FY2010	FY2010e CYRRUS	Tržní konsensus	FY2009	y/y
Výnosy	54 460	56 911	56 522	55 536	-1,9%	198 848	201 299	201 046	196 352	1,3%
EBITDA	21 915	21 476	21 358	20 070	9,2%	89 089	88 650	88 532	91 075	-2,2%
Provozní zisk	15 036	14 213	13 990	13 727	9,5%	65 057	64 234	64 011	68 199	-4,6%
Zisk před zdaněním	10 185	9 705	10 784	6 969	46,1%	58 949	58 469	59 548	64 946	-9,2%
Čistý zisk	6 945	7 815	8 430	4 589	51,3%	47 158	48 028	48 643	51 855	-9,1%
Čistý zisk pro akcionáře	7 124	7 752	8 428	4 748	50,0%	47 232	47 860	48 536	51 547	-8,4%
EPS	22,8	24,0	26,1	14,7	55,4%	88,5	89,7	91,0	96,6	-8,4%

*tržní konsensus dle průzkumu ČEZ

Zdroj: ČEZ, CYRRUS

Platné investiční doporučení: V REVIZI Cílová cena: V REVIZI

Vývoj akcií ČEZ



Základní informace o akciích ČEZ

Data ke dni:	28.2.2011
Cena akcie:	811 CZK
Počet vydaných akcií:	534 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	433 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	17,7 mld.
52-week max:	950 CZK
52-week min:	736 CZK
Průměrný denní objem:	510 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

- Výsledky společnosti ČEZ za 4Q resp. FY2010 již na klíčových úrovních výsledovky nemohly překvapit vzhledem ke čtvrtěčinnému mylnému zveřejnění těchto čísel. Dnes ráno ČEZ tedy jen oficiálně potvrdil, že dosáhl čistého zisku za celý rok 2010 ve výši 47,2 mld. CZK při tržbách 198,8 mld. CZK a zisku EBITDA 89,1 mld. CZK. Pokud čísla porovnáme s guidance ČEZu na rok 2010, potom firma překonala svůj cíl na všech úrovních (doplňujeme ještě EBIT, kde ČEZ dosáhl 65,1 mld. CZK), což však již pro investory nemá valný význam.
- To co význam pro investory bezpochyby má, je výhled hospodaření pro letošní rok a návrh výše dividendy. Zatímco na tu druhou informaci si budeme ještě muset počkat, guidance na rok 2011 již ČEZ zveřejnil. A nutno říci, že je pro nás i pro trh zklamáním. A to i s přihlédnutím k tomu, že management ČEZ je tradičně ve svém výhledu konzervativní, zvláště na úrovni čistého zisku. ČEZ tak očekává, že letos dosáhne čistého zisku 40,1 mld. CZK, tedy o 15% méně než v roce 2010, EBITDA by měla dosáhnout úrovně 84,8 mld. CZK (-5% y/y) a provozní zisk EBIT 59,1 mld. CZK (tj. -9% y/y). Tržní očekávání bylo (i přes nedávné revize směrem dolů) o dost výše – konkrétně 44,5 mld. CZK na čistém zisku, 88,4 mld. CZK na EBITDA a 62,9 mld. CZK na EBIT. Náš odhad byl posazen níže a to zvláště na provozní úrovni, jejíž výhled tak pro nás (na rozdíl od trhu) není zklamáním: EBITDA i EBIT jsme dokonce očekávali mírně pod úrovní zveřejněné guidance.
- Hlavními negativními faktory hospodaření pro letošní rok by měly být nižší realizované prodejní ceny silové elektřiny (forwardové jako důsledek hedgingu a poklesu cen na trhu, spotové mj. kvůli snížení spreadu mezi peakload a baseload v poslední době), posilující CZK a zavedení nových daní (zdanění emisních povolenek darovací daní, nově zavedená srážková daň z FVE elektřiny). Tyto negativní vlivy by měly být alespoň částečně kompenzovány vyšší výrobou elektřiny (zvláště z JE a FVE), vyšším očekávaným výnosem distribučního segmentu a úspornými nákladovými opatřeními. Ačkoliv je jasné, že zisk 2011 bude výrazně pod úrovní roku 2010, myslíme si, že guidance je příliš konzervativní. Více kvýhledům a ocenění poskytneme v blízké době v aktuálně připravované analýze.

Výnosy a provozní zisk

- Provozní výnosy nás ve 4Q2010 lehce zklamaly. Místo lehkého očekávaného y/y růstu (+2,5%) ČEZ vykázal pokles o 1,9% y/y na 54,5 mld. CZK. Celkové roční provozní výnosy tak nakonec nepřekonal námi avizovanou úroveň 200 mld. CZK. Předpokládali jsme, že ČEZ více využije velmi chladného závěru roku a dokáže více zvýšit výrobu/prodej silové elektřiny. Podle aktuálních údajů ERÚ vzrostla spotřeba elektřiny v ČR v prosinci o 8% y/y na 5,78 TWh a za celý čtvrtý kvartál 2010 se spotřeba zvýšila o 4,1% y/y na 16,0 TWh. Očekávali jsme, že ČEZ vyrobí 62,9 TWh elektřiny za FY2010, nakonec to bylo o něco méně (62,7 TWh), nižší přitom byla především výroba v uhelných elektrárnách (což se nicméně na druhou stranu pozitivně projevilo v nižších než námi očekávaných nákladech na emisní povolenky).
- Provozní zisk zůstal i přes horší než očekávané tržby poměrně silný a překonal tržní i naše optimističtější očekávání. Z jednotlivých provozních nákladů nás pozitivně překvapil nižší růst nákladů na paliva, o něco nižší personální náklady a také lepší výsledek u nákladů na emisní povolenky, což mj. souvisí s výše uvedenou nižší výrobou v uhelných elektrárnách. Provozní náklady tak za rok 2010 dosáhly 133,8 mld. CZK vs. náš odhad 136,9 mld. CZK, což znamená provozní zisk 65,1 mld. CZK vs. naše očekávání 64,2 mld. CZK. EBIT marže dosáhla 32,7% vs. naše projekce 32,0%. ČEZ v úvodu roku odhadoval celoroční odpisy na úrovni 24,6 mld. CZK, my jsme počítali s nižšími odpisy (24,4 mld. CZK), skutečnost nicméně byla ještě nižší (24,0 mld. CZK), což také přispělo k vyššímu EBIT resp. k tomu, 2010 pozitivně překvapení na EBIT je větší než na EBITDA. EBITDA marže dosáhla v roce 2010 úrovně 44,8% vs. náš odhad 44,0%.

Finanční výsledek, čistý zisk

- Finanční výsledek je tradičně významnou zátěží pro hospodářské výsledky ČEZ za poslední kvartál roku. V souhrnu jsme se tentokrát nedočkali zásadní odchylky od naší projekce, finanční výsledek ubral zisku před zdaněním 6,1 mld. CZK, očekávali jsme -5,8 mld. CZK. V souladu s naším modelem se vyvíjely úrokové položky (tj. placené úroky, výnosové úroky a úroky z jaderných rezerv), odpis hodnoty goodwillu v Bulharsku (TEC Varna) ve výši -2,8 mld. CZK byl vyrovnán vyššími než očekávanými ostatními výnosy (+3,1 mld. CZK), horší byl zisk z CP v ekvivalenci (0,1 mld. CZK vs. 3,0 mld. CZK v roce 2009, kdy ovšem položce výrazně pomohl odpis negativního goodwillu německého MIBRAG ve výši 3,1 mld. CZK).
- Zisk před zdaněním tak za 4Q dosáhl 10,2 mld. CZK vs. náš odhad 9,7 mld. CZK resp. odhad trhu 10,8 mld. CZK. Vyšší než očekávaná byla nicméně efektivní míra daně, která místo námi očekávané výše cca 20% zisku před zdaněním ve skutečnosti narostla na téměř 32%. Kvůli tomu se čistý zisk propadl pod náš odhad (a výrazně pod odhad trhu) a dosáhl 6,95 mld. CZK. Čistý zisk náležející akcionářům ČEZ byl tentokrát netradičně vyšší vzhledem k nečekaně zápornému podílu minoritních akcionářů na vykázaném čistém zisku. Čistý zisk pro akcionáře ČEZ tak nakonec za 4Q dosáhl 7,1 mld. CZK vs. náš odhad 7,8 mld. CZK resp. odhad trhu 8,4 mld. CZK. V přepočtu na akcii činí celoroční zisk 88,5 CZK/akcii (což dává P/E 9,2x).

Dividenda, celkové zhodnocení výsledků 2010

- Management ČEZu potvrdil, že výplatní poměr by měl zůstat u tradičních 50-60% čistého zisku, což dává prostor pro dividendu v rozmezí 44-53 CZK. Otázkou zůstává, zda převáží zájmy majoritního akcionáře naplnit státní kasu resp. příslušené fondy (tedy dividendu na horní hranici rozpětí, neboli blízko úrovni loňské divi 53 CZK) nebo snaha o vyšší zadržení cash v souvislosti se zhoršenými očekávanými výsledky a potřebou CAPEX. Navíc dle zveřejněné guidance by se dividendu příští rok mohla dostat na maximálně 45 CZK a je tedy také otázkou strategie, zda připustit velký pokles příští rok nebo například postupný pokles letos (řekněme k úrovni 48-50 CZK) a příští rok.
- Celkově hodnotíme zveřejněná data jako mírné zklamání především kvůli nízké guidance pro rok 2011 na čistém zisku. Další informace ČEZ poskytne na odpoledním konferenčním hovoru pro analytiky. Naše cílová cena a investiční doporučení zůstává v revizi, nové ocenění přineseme v příštích dnech.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

Peter Dömeny	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 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 nenesे 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