



28. února 2012

## Flash analýza výsledků hospodaření za 4Q/FY 2011

Marek Hatlapatka

Analytik

hatlapatka@cyrrus.cz

+420 538 705 743

(mil. CZK)	4Q2011	4Q2011e CYRRUS	Tržní konsensus	4Q2010	y/y	FY2011	FY2011e CYRRUS	Tržní konsensus	FY2010	y/y
Výnosy	59 199	57 211	56 449	54 460	8,7%	209 761	207 773	206 788	198 848	5,5%
EBITDA	24 895	23 032	22 826	21 825	14,1%	87 312	85 449	85 243	88 848	-1,7%
Provozní zisk	18 023	15 971	15 783	14 933	20,7%	61 542	59 490	59 302	64 788	-5,0%
Zisk před zdaněním	17 822	16 576	16 337	10 082	76,8%	51 952	50 706	50 467	58 680	-11,5%
Čistý zisk pro akcionáře	14 300	13 544	13 274	7 054	102,7%	40 756	40 000	39 730	47 051	-13,4%
Čistý zisk na akcii (EPS)	26,7	25,4	24,9	13,1	103,5%	76,3	75,0	74,5	88,1	-13,4%

\*tržní konsensus dle průzkumu ČEZ

Zdroj: ČEZ, CYRRUS

**Platné investiční doporučení: AKUMULOVAT**  
Cílová cena: 970 CZK

Vývoj akcií ČEZ



### Základní informace o akciích ČEZ

Data ke dni:	28.2.2012
Cena akcie:	799 CZK
Počet vydaných akcií:	538 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	430 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	17,2 mld.
52-week max:	967 CZK
52-week min:	662 CZK
Průměrný denní objem:	540 mil. CZK

### Sídlo firmy:

Duhová 2/1444  
140 53 Praha 4  
Česká republika

**Web:** [www.cez.cz](http://www.cez.cz)

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

- Celoroční cíl zisku splněn. ČEZ dosáhl EBITDA 87,3 mld. CZK a čistého zisku 40,8 mld. CZK, ale důvod k jásotu to podle nás není. Pomoc několika mimořádných položek a odsun části provozních nákladů na letošní rok, to podle nás není nic jiného než dobrý „earnings management“, který prakticky nemá žádný (pozitivní) dopad na valuaci akcií ČEZ, alespoň v našem oceňovacím modelu.
- Ano, finanční trhy mají rády stabilitu a předvídatelnost finančních výsledků a z tohoto pohledu dopadlo účetní cvičení ČEZ dobře. I za cenu toho, že opatření ke splnění guidance budou mít mírně negativní vliv na hospodářské výsledky letošního roku. Na druhou stranu ČEZ z hlediska vyhlazování dráhy čistého zisku dost možná „zabil dvě mouchy jednou ranou“. V roce 2013 začne platit za emisní povolenky a při stagnujících cenách elektřiny by jen těžko zvyšoval čistý zisk vůči relativně lepšímu roku 2012.
- Když se vrátíme zpět k výsledkům za 4Q2011, ČEZ překonal naši projekci o cca 2 mld. CZK na provozním zisku. Tyto 2 mld. CZK mají původ především v silném nárůstu výnosů z prodeje zemního plynu koncovým zákazníkům. ČEZ během roku 2011 dokázal navýšit počet zákazníků z 60 na 235 tisíc a stal se největším alternativním dodavatelem zemního plynu pro české domácnosti.
- Co dále pomohlo k lepším výsledkům? V provozních nákladech např. o 0,4 mld. CZK nižší náklady na opravy a údržbu (přesunuty zčásti do 2012), nižší personální náklady (-0,7 mld. CZK y/y), mimořádný výnos z prodeje emisních povolenek v Bulharsku (+1,1 mld. CZK) a naopak již dříve avizované nevytvoření (dříve v 4Q typické) rezervy na emisní povolenky a také pozitivní vliv korekčního faktoru (+1,2 mld. CZK). Ve finančním výsledku potom pozitivní přecenění opcí MOL (1,2 mld. CZK vs. naše očekávání 1,1 mld. CZK) a také nižší darovací daň z emisních povolenek (0,8 mld. CZK vs. oček. 1,0 mld. CZK).
- Čistý zisk tedy 40,8 mld. CZK, což při tradičním výplatním poměru (tj. horní polovina rozpětí 50-60%) indikuje dividendu ve výši 42-45 CZK. My očekáváme dividendu na horní hranici, tedy 45 CZK. Guidance pro rok 2012 je, jak již bylo naznačeno výše, mírným zklamáním. ČEZ očekává EBITDA prakticky na úrovni roku 2011 (87,9 mld. CZK vs. 87,3 mld. CZK), na provozním zisku dokonce y/y pokles o cca 1 mld. CZK (na 60,4 mld. CZK) a čistý zisk 41,0 mld. CZK. Právě guidance je podle nás hlavní příčinou negativní reakce trhu (akcie ČEZ -3,6%).

## Provozní zisk podpořen výnosy z prodeje plynu a odsunem nákladů

- ČEZ v 4Q2011 nakonec vyrobil méně elektřiny, než plánoval ještě v listopadu po výsledcích za 3Q. Celoroční produkce zůstala v tuzemských zdrojích na 63,3 TWh vs. předchozí očekávání 64,0 TWh, přestože se podařilo vyrobit o něco více elektřiny v jaderných zdrojích, než bylo plánováno. Utlumená produkce uhelných elektráren v 4Q souvisí nejen s nadprůměrně teplým závěrem roku, ale také s nízkou cenou elektřiny a snahou ČEZ ušetřit v tomto prostředí raději emisní povolenky a OPEX. Naopak v zahraničí byla výroba elektřiny ve 4Q nakonec o něco vyšší, díky rumunskému větrnému parku. Pro letošní rok je ČEZ z pohledu výroby elektřiny velmi optimistický, když očekává nárůst výroby v domácích zdrojích o 4 TWh – o něj by se měly cca rovným dílem podělit jaderné i uhelné zdroje. My si myslíme, že v průběhu roku hrozí spíše snižování tohoto odhadu.
- Výnosy z prodeje elektřiny i výnosy z prodeje tepla byly ve 4Q víceméně v souladu s našimi odhady, vyšší byly výnosy z prodeje zemního plynu a výnosy z obchodování z deriváty, díky čemuž dosáhl ČEZ o cca 2 mld. CZK vyšších výnosů. Ty se přenesly i do provozního zisku díky položkám, o nichž jsme psali na úvodní straně. Vrátime-li se ještě k prodeji plynu, ten zřejmě ČEZ nyní přináší velmi zajímavou marži vzhledem k vysokému rozpětí mezi spotovou cenou plynu a cenami vyplývajícími z dlouhodobých kontraktů, kterými je vázán největší dodavatel plynu v ČR, společnost RWE. Tato situace zřejmě ještě nějaký čas vyprší, postupně se však bude „nadmarže“ rozplývat a z tohoto pohledu tedy vidíme jen omezený pozitivní vliv výše uvedených skutečností na valuaci ČEZ.

## Finanční výsledek in-line, čistý zisk nad guidance

- Na úrovni finančního výsledku byly odchylky od naší projekce již nižší. V souladu s očekáváním ČEZ zaúčtoval pozitivní přecenění opcí MOL ve výši 1,2 mld. CZK (očekávali jsme 1,1 mld. CZK), in-line byly i úrokové náklady. O něco nižší daň z emisních povolenek byla vykompenzována odpisem 0,3 mld. CZK v Albánii a o něco horší než námi očekávanou bilancí FX zisků/ztrát. Celkově tedy ČEZ reportoval negativní finanční výsledek ve výši 0,2 mld. CZK, zatímco my jsme očekávali +0,6 mld. CZK.
- Po započítání výše uvedených odchylek a o něco vyšší než projektované efektivní sazby korporátní daně tedy ČEZ dokázal překonat celoroční cíl čistého zisku a reportoval jej ve výši 40,8 mld. CZK. To představuje 76,3 CZK na akcii (aktuální P/E 10,5x).

## Výhledy mírným zklamáním

- Celkově hodnotíme výsledky ČEZ za 4Q2011 a potažmo celý rok 2011 jako sice lepší, než očekávané, ale bez pozitivního vlivu na projekci výsledků pro další roky, právě naopak. Ačkoliv firma očekává nárůst výroby elektrické energie o 4 TWh, z toho polovinu ve „vysokomaržových“ jaderných elektrárnách a průměrná realizovaná cena elektrické energie by měla meziročně rovněž vzrůst (z 52 na 52,5 EUR/MWh), provozní zisk by měl klesnout o 1,1 mld. CZK.
- Ano, ČEZ již nemůže počítat s mnoha pozitivními jednorázovými faktory, které zaúčtoval v loňském roce. Narostou náklady na údržbu a opravy, meziročně klesne pozitivní příspěvek korekčního faktoru v distribuci, těžko lze počítat s podobným vlivem prodeje bulharských emisních povolenek, očekávat lze i nárůst mzdových nákladů. Myslíme si sice, že guidance ČEZ je poměrně dost konzervativní a nechává si solidní prostor pro překonání cíle při standardním vývoji hospodaření a ekonomického prostředí, ale i tak bude zřejmě rok 2012 z pohledu provozního, ale i čistého zisku, relativně stagnující.
- Co by měli investoři tedy v následujících měsících sledovat především? Samozřejmě ceny elektřiny, které do značné míry ovlivní nejen ekonomický vývoj v Evropě, ale také případná opatření v oblasti aktuálního převisu emisních povolenek v EU a vývoj spotového trhu se zemním plynem. Velmi důležitá budou jednání s Czech coal o dodávkách uhlí po roce 2012, což vidíme jako jedno z podstatných rizik pro vývoj akcií ČEZ v letošním roce, především v jeho druhé části. Shrnutí: ČEZ nečeká ani letos snadný rok a rizika jsou podle nás i nadále vychýlena spíše negativním směrem. ČEZ by potřeboval, aby se ceny elektřiny v Evropě v průběhu letošního roku postupně vracely blíže 60 EUR hranici, což bude možné jen pokud se dále nezhorší ekonomická situace v regionu a oživí se ceny emisních povolenek a zemního plynu.

**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka	Brno	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Ondřej Moravanský	Brno	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jiří Šimara	Brno	<a href="mailto:simara@cyrrus.cz">simara@cyrrus.cz</a>	Ocelárenský a automobilový průmysl
Tomáš Menčík	Brno	<a href="mailto:mencik@cyrrus.cz">mencik@cyrrus.cz</a>	Farmaceutický a chemický průmysl

**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:**

Tomáš Machalický	Brno	<a href="mailto:machalicky@cyrrus.cz">machalicky@cyrrus.cz</a>
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>
Jiří Běhal	Brno	<a href="mailto:behal@cyrrus.cz">behal@cyrrus.cz</a>

**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 nenes 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