

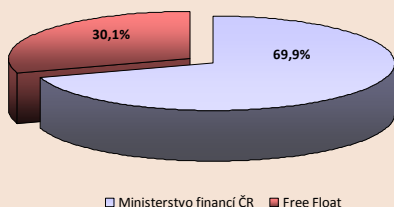
ČEZ, a.s.  
CZE  
Hospodářské výsledky za 1H2009  
13.8.2009

Aktuální doporučení: DRŽET  
Aktuální cílová cena: 980 CZK

Vývoj akcií ČEZ



Struktura akcionářů ČEZ



Ministerstvo financí ČR Free Float

Základní informace o akcích ČEZ

Data ke dni:	13.8.2009
Cena akcie:	975 CZK
Počet vydaných akcií:	538 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	524,5 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	20,2 mld.
52-week max:	1 290 CZK
52-week min:	558 CZK
Průměrný denní objem:	1,1 mld. 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

Společnost ČEZ zveřejnila své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za první pololetí roku 2009 ve čtvrtek 13. srpna 2009 před otevřením trhu.

HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ČEZ ZA 1H2009 A SNÍŽENÍ DOPORUČENÍ

Tak už i ČEZ díky ekonomické recesi ví, co je to meziroční pokles zisku. Ve druhém čtvrtletí vydělal 13,4 mld. Kč, což je o téměř 5% méně než ve srovnatelném období loňského roku. Výsledky jsou od tržeb až po čistý zisk lehce pod tržním očekáváním. Hlavní otázka, zda se management společnosti odhodlá ke zvýšení celoroční projekce či nikoliv, byla zodpovězena jednoznačně: ani náznak možného zvýšení, naopak varování před zvyšujícími se dopady ekonomické recese na hospodářské výsledky za druhé pololetí 2009. Celkově tak výsledky hodnotíme jako mírné zklamání a to jak díky číslům za druhé čtvrtletí, tak i díky nezvýšení výhledů pro zbytek roku. **POTVRZUJEME NAŠÍ CÍLOVOU CENU 980 CZK, VZHLEDKEM K AKTUÁLNÍ CENĚ NA TRHU SNÍŽUJEME NAŠE INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ ZE STUPNĚ KOUPIŤ NA STUPEŇ DRŽET.**

Hospodářské výsledky ČEZ za 1H2009

(mil. CZK)	1H2009	1H2009e CYRRUS	Tržní konsensus	1H2008	y/y
Tržby	95 615	96 975	97 308	90 421	5,7%
EBITDA	51 827	53 143	52 540	48 553	6,7%
Provozní zisk	40 856	42 236	41 502	37 747	8,2%
Zisk před zdaněním	39 945	42 777	40 461	36 767	8,6%
Čistý zisk	32 000	34 464	32 832	28 958	10,5%
Čistý zisk po minoritách	31 641	33 868	31 995	28 583	10,7%

(mil. CZK)	2Q2009	2Q2009e CYRRUS	Tržní konsensus	2Q2008	y/y
Tržby	42 312	43 672	44 005	41 816	1,2%
EBITDA	21 600	22 916	22 313	21 468	0,6%
Provozní zisk	16 059	17 439	16 705	16 187	-0,8%
Zisk před zdaněním	15 965	18 797	16 481	16 924	-5,7%
Čistý zisk	12 615	15 079	13 447	13 232	-4,7%
Čistý zisk po minoritách	12 550	14 777	12 904	13 068	-4,0%

ZDROJ: ČEZ, CYRRUS, a.s.

Zásadní rozdíl oproti tržnímu očekávání i naší predikci lze nalézt hned v první položce, tedy v tržbách. Zde jsme ve druhém čtvrtletí očekávali 43,7 mld. Kč (tržní očekávání bylo 44 mld. Kč), zatímco skutečnost bylo „pouze“ 42,3 mld. Kč, což představuje 1,2% meziroční růst. Hlavní rozdíl oproti naší projekci spočívá ve větším propadu výroby elektřiny z vlastních zdrojů, což je důsledkem trade-off mezi výrobou a následným prodejem elektřiny za aktuální ceny na jedné straně a prodejem ušetřených emisních povolenek na straně druhé. ČEZ se rozhodl pro druhou variantu, což vyústilo v 15% meziroční pokles výroby elektřiny v uhelných elektrárnách (v 2Q2009, za celé 1H2009 to bylo -10%). Při stagnaci až mírném propadu výroby v jaderných elektrárnách (13,7 TWh vs. 13,8 TWh v 1H2008) celková výroba elektřiny ve skupině ČEZ klesla z 35,1 TWh na 33,2 TWh (-5,4% y/y). Plán, který ČEZ ještě při prezentaci výsledků za 1Q2009 v květnu držel, tedy vyrobil letos 63,5 TWh elektřiny, se dnes jednoznačně ukazuje jako nereálný, což potvrzuje naše očekávání, že letos ČEZ vyrobí pouze 61,5 TWh (viz náš dubnový report k ČEZ).

Výše uvedené omezení výroby v uhelných elektrárnách se logicky projevilo také v těžbě uhlí Severočeských dolů. Ty ve druhém kvartále vytěžily 5,4 mil. tun uhlí (vs. 5,5 mil. tun v 2Q2008 resp. 6,0 mil. tun v 1Q2009), odběr samotného ČEZu se snížil ve srovnání s prvním čtvrtletím z 4,6 mil. tun na 4,0 mil. tun. Ekonomická recese se podle očekávání projevila v segmentu Distribuce a prodej, kde za celé první pololetí ČEZ prodal o téměř 8% méně elektřiny zákazníkům mimo skupinu ČEZ (mírný nárůst zaznamenal v jihovýchodní Evropě). Pokles odběru byl znát především u podnikových zákazníků. Při nižším meziročním výnosu z derivátových obchodů (negativní přecenění nakoupené elektřiny pro roky 2010 a 2011) a poklesu tržeb z prodeje tepla (-21%) tak celkové tržby skupiny ČEZ dosáhly výše zmíněných 42,3 mld. Kč resp. za celé první pololetí 95,6 mld. Kč.

U provozních nákladů se naše predikce naopak zcela přesně shodla s realitou. Provozní náklady za druhý kvartál dosáhly 26,25 mld. Kč ve srovnání s naší projekcí 26,23 mld. Kč. Meziročně se provozní náklady jen mírně zvýšily (+3,4%), především kvůli růstu nákladů na nákup energií a služeb (+22% y/y) a vyšším nákladům na opravy (odstávky uhelných elektráren). Také odpisy se zvýšily z 5,3 mld. Kč na 5,5 mld. Kč, což vyústilo v zisk na úrovni EBITDA 21,6 mld. Kč (meziročně +0,6%) a provozní zisk 16,1 mld. Kč (-0,8% y/y). Mírně vyšší růst nákladů než tržeb znamená, že provozní marže klesla z 38,7% na 38,0%, EBITDA marže potom z 51,3% na 51,0%. Za celé první pololetí nicméně zůstaly marže díky silnému 1Q2009 výše (EBITDA marže vzrostla z 53,7% na 54,2%).

Druhá odchylka zveřejněných čísel a našich odhadů (tou první jsou tržby viz výše) je u finančního výsledku. V souladu s očekáváním ČEZ vykázal ve druhém čtvrtletí čistý kurzový zisk (+0,7 mld. Kč), naopak k přecenění akciových opcí maďarské společnosti MOL nedošlo, zatímco my jsme počítali s podstatným pozitivním vlivem tohoto přecenění na zisk před zdaněním. Ostatní výnosy a náklady tak v 2Q2009 zůstaly blízko nule (-94 mil. Kč), zatímco my jsme pozitivní číslo. Zisk před zdaněním tak dosáhl 16,0 mld. Kč (-5,7% y/y). Efektivní sazba daně ve výši 21% znamená, že čistý zisk dosáhl 12,6 mld. Kč, po odečtení podílů připadajících minoritním akcionářům potom 12,55 mld. Kč. To je meziroční pokles čistého zisku o 4,0%, v přepočtu na jednu akcií je zisk 23 Kč (59 Kč za 1H2009).

Výhledy společnosti na celý rok 2009 management společnosti nezměnil. Stále tedy platí, že ČEZ cíluje EBITDA 90,3 mld. Kč a čistý zisk 50,2 mld. Kč. Pokud porovnáme podíl prvního pololetí 2009 a 2008, potom EBITDA 1H2009 představuje 57,4% celoročního cíle, v 1H2008 ČEZ dosáhl EBITDA 55,7%. U čistého zisku zatím ČEZ dosáhl 63,7% celoročního plánu, v prvním pololetí 2008 to bylo jen 50,6%. Náskok, který nyní ČEZ má, však bude ve druhém pololetí pod tlakem dopadů ekonomické recese, tedy klesající spotřeby elektrické energie, zhoršující se platební morálky klientů a nižších velkoobchodních cen elektřiny (platí pouze pro elektřinu neprodanou dříve). Nelze také počítat s dalšími pozitivními vlivy z prvního pololetí (např. FX hedgingu) nebo rozpuštění rezervy na CO2 povolenky (zde naopak bude tato rezerva na konci roku opět vytvořena). Z těchto důvodů se ČEZ rozhodl nezvyšovat projekci, i když naše aktualizované odhady hovoří pro mírně vyšší celoroční zisky, konkrétně 51,2 mld. Kč na čistém zisku resp. 91,7 mld. Kč EBITDA.

Celkově považujeme zveřejněné výsledky společnosti ČEZ za mírné zklamání, které je na trhu aktuálně kompenzováno pozitivním sentimentem (akcie ČEZ -0,2%, index PX +3,3%). **Po výsledcích potvrzujeme naši cílovou cenu 980 Kč, vzhledem k aktuální tržní ceně akcie (975 Kč) snižujeme naše investiční doporučení na „Držet“ z předchozího „Koupit“.**

### Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Analytik	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Analytik	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Analytik	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@cyrrus.cz</a>	Farmacie, development
Ondřej Moravanský	Analytik	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, 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:

Peter Dömény	Brno	<a href="mailto:domeny@cyrrus.cz">domeny@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>
Karel Potměšil	Praha	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@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. 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. 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