

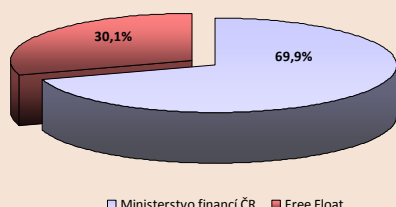
ČEZ, a.s.
CZE
Hospodářské výsledky za FY2009
26.2.2010

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:	26.2.2010
Cena akcie:	860 CZK
Počet vydaných akcií:	538 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	463 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	17,9 mld.
52-week max:	1 009 CZK
52-week min:	601 CZK
Průměrný denní objem:	870 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

Společnost ČEZ zveřejnila své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za čtvrtý kvartál a celý rok 2009 v pátek 26. února 2010 před otevřením trhu.

HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ČEZ ZA ROK 2009

ČEZ za rok 2009 splnil cíle, které si v průběhu roku dal: vykázáný zisk EBITDA, provozní zisk i čistý zisk, ve všech třech položkách realita překonala guidance. Potud dobrá zpráva. Trh si nicméně spočítal, že ČEZ by měl své cíle, především na čistém zisku, porazit poměrně výrazně, především díky příznivému vývoji trhu (a tedy například pozitivnímu přecenění opcí MOL). A právě na úrovni čistého zisku jsou čísla určitým zklamáním, i když částečně kvůli neprovozním položkám (odpis goodwillu polských aktiv, vyšší kurzové ztráty).

Výhled pro letošní rok, který ČEZ také oznámil, je prakticky v souladu s naším modelem. Pro část trhu sice mohou být výhledy určitým zklamáním, nicméně nelze zapomínat na to, že ČEZ se vždy ve svých výhledech na začátku roku drží při zemi, což platí zvláště v současném nejistém ekonomickém prostředí.

Hospodářské výsledky ČEZ za rok 2009

(mil. CZK)	4Q2009e	Tržní	4Q2008	Skutečnost /
	4Q2009	konsensus		y/y konsensus
Tržby	55 536	52 270	52 137	6,5% 10,5%
EBITDA	20 067	19 577	19 883	0,9% 1,0%
Provozní zisk	13 712	13 712	13 454	1,9% -1,2%
Zisk před zdaněním	10 036	12 257	8 163	22,9% -11,1%
Čistý zisk	7 670	9 806	5 884	30,4% -16,5%
Čistý zisk pro akcionáře	7 826	9 659	5 625	39,1% -9,9%

(mil. CZK)	FY2009e	Tržní	FY2008	Skutečnost /
	FY2009	konsensus		y/y konsensus
Tržby	196 352	190 871	183 958	6,7% 4,0%
EBITDA	91 075	90 585	88 701	2,7% 0,2%
Provozní zisk	68 199	68 199	66 654	2,3% -0,2%
Zisk před zdaněním	64 946	67 167	60 716	7,0% -1,9%
Čistý zisk	51 855	53 991	47 351	9,5% -2,8%
Čistý zisk pro akcionáře	51 547	53 380	46 510	10,8% -1,6%

ZDROJ: ČEZ, CYRRUS, a.s.

Výnosy

- ČEZ v roce 2009 nakonec vyrobil 59,9 TWh elektrické energie, což je opět méně, než byl poslední aktualizovaný plán, zveřejněný po výsledcích za 9M2009 (tehdy 60,8 TWh, postupně během roku sníženo z 63,5 TWh). Rozdíl oproti našemu očekávání byl rozložen mezi výrobu v JE (27,2 TWh vs. námi očekávaných 27,4 TWh) a uhelných elektrárnách (31,5 TWh vs. očekávání 32,2 TWh).
- Tento negativní efekt byl nicméně kompenzován vyššími výnosy z obchodování s deriváty (elektřina, uhlí, plyn) a také vyššími ostatními náklady. Díky tomu se tržby ČEZ za 4Q2009 dostaly na 55,5 mld. Kč, což je o více než 3 mld. Kč více než jsme očekávali.

Provozní náklady a marže

- Vyšší než očekávané tržby se nepřetavily ve vyšší provozní zisk – i u nákladů jsme zaznamenali o dost vyšší číslo než s jakým jsme počítali v naší predikci. Provozní náklady se ve 4Q meziročně zvýšily o 7,9%.
- Hlavní rozdíly oproti naší predikci vidíme ve vyšších osobních nákladech (+11% y/y) a nákladech na materiál. U první zmíněné kategorie lze nárůst přičíst změnám v kolektivní smlouvě. Nulový vyjednaný nárůst mezd pro 2010 je kompenzován navýšením benefitů souvisejících především s odchody zaměstnanců do důchodu. Kvůli tomu ČEZ zvýšil rezervu na zaměstnanecké požitky a zaúčtoval ji ještě v roce 2009.
- Provozní marže na úrovni EBITDA tak ve 4Q dosáhla pouze 36,1% vs. námi očekávaných 40%, za celý rok potom EBITDA marže dosáhla 46,4% ve srovnání s 48,2% v roce 2008. EBIT marže potom skončila na úrovni 24,7% ve 4Q resp. 34,7% za celý rok 2009 (36,2% v roce 2008).

Finanční výsledek a čistý zisk

- Položky pod provozním ziskem často dělají ve výsledcích (nejen) ČEZu „nepořádek“ a nejinak tomu bylo i tentokrát. Zatímco jsme očekávali negativní finanční výsledek ve výši 1,5 mld. Kč, skutečnost byla o více než 2 mld. Kč horší.
- ČEZ ke konci roku odepsal goodwill polských dceřiných společností ve výši 3,3 mld. Kč. Tato položka sice byla částečně neutralizována odpisem negativního goodwillu německé společnosti MIBRAG (zaúčtováno ve výnosech CP v ekvivalenci), nicméně ve finančních nákladech se objevila i další horší než námi očekávaná čísla – především vysoké kurzové ztráty (1,4 mld. Kč).
- Zisk před zdaněním tedy dosáhla ve 4Q 10,0 mld. Kč ve srovnání s námi očekávanými 12,3 mld. Kč. O něco vyšší efektivní míra daně (23,6% ve 4Q, 20,2% za celý rok 2009) vedla k čistému zisku 7,67 mld. Kč, což znamená meziroční nárůst o 30,4% (toto srovnání ovšem zkrusluje mnoho mimořádných položek, především z roku 2008). Zisk přiřaditelný akcionářům ČEZ byl tentokrát ve 4Q vyšší než čistý zisk celkový, za celý rok činil čistý zisk po minoritních podílech 51,5 mld. Kč.
- V přepočtu na jednu akcii činil čistý zisk 96,6 Kč, což vede k aktuálnímu P/E 2009 8,9x.

Výhledy a dividenda

- Společnost ČEZ se zatím k výši navržené dividendy ze zisku 2009 nevyjádřila. Dosažený čistý zisk dává při dodržení výplatního poměru ve výši 50-60% zisku interval pro dividendu 48-58 Kč. My stále vidíme jako nejpravděpodobnější variantu výplaty dividendy ve výši 55 Kč (dividendový výnos 6,4%) s případnou možností lehce překročit 60% payout a zaokrouhlit dividendu na 60 Kč (DY 7%).
- ČEZ jako obvykle poskytnul trhu i výhled (guidance) základních ziskových kategorií pro rok 2010. Na úrovni EBITDA očekává firma zisk 88,7 mld. Kč, což by znamenalo meziroční pokles o 2,6%, provozní zisk ve výši 63,1 mld. Kč (tj. -7,5% y/y) a čistý zisk 46,7 mld. Kč (-10% y/y).
- Tyto výhledy víceméně odpovídají našim odhadům, i když jsou o něco nižší než tržní konsensus. Na druhou stranu bývá zvykem, že ČEZ se drží ve svých odhadech poměrně konzervativně, což je v současném ekonomickém prostředí o to více pochopitelné.
- Společnost ČEZ nicméně také upozorňuje, že současný překotný rozvoj solární energetiky v ČR může mít potenciální negativní dopad do očekávaných výsledků skupiny ČEZ ve výši až 1-2 mld. Kč (i když tento dopad by byl v následujících letech kompenzován ve výnosech).

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Analytik	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Analytik	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	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
Karel Potměšil	Praha	potmesil@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 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