

ČEZ a.s.

Marek Hatlapatka
analytik
hatlapatka@cyrrus.cz

Flash analýza výsledků za 1H2008

14.8.2008

ČEZ a.s.

Výsledky za 2Q2008 a 1H2008

Základní informace

Datum	14.8.2008
Cena akcie	1 250 CZK
Vydaných akcií	592,2 mil. ks
Tržní kapitalizace	740,3 mld. CZK
52 týdenní max.	1 435 CZK
52 týdenní min.	991 CZK
Beta vs. PX	0,92
Váha v PX	26,2%



Základní ukazatele 2008e

ROaE	18,5%
ROaA	15,7%
EBITDA marže	47,9%
P/E	14,2x
Dividendový výnos	3,8%

Zdroje: Bloomberg, ČEZ, CYRRUS.

Společnost ČEZ a.s. zveřejnila své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za první pololetí 2008 dnes (14.8.2008) při otevření pražské burzy.

VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ V 1H2008

Jestliže jsem při hodnocení hospodářských výsledků společnosti ČEZ za první čtvrtletí letošního roku použil přezdívku „král marží“, aktuálně reportovaná čísla nedávají žádný důvod, abych tento výraz ve spojení s ČEZem nepoužil znovu. Společnost si na všech úrovních hospodaření s výjimkou tržeb poradila s tržním konsensem a díky tomu v souladu s naším očekáváním mohla zvýšit projekci EBITDA i čistého zisku pro celý letošní rok. Umožnily jí to jak rostoucí ceny elektrické energie, tak i vyšší zapojení jaderných zdrojů do výroby a také velmi příznivý vývoj provozních nákladů. I přesto, že značný rozdíl mezi reportovaným čistým ziskem a odhady trhu jde na vrub některým mimořádným položkám (realizace rezervy na emisní povolenky a zisk z derivátových kontraktů), hodnotíme zveřejněná čísla jako velmi silná a potvrzujeme naše investiční doporučení „koupit“ s cílovou cenou 1415 Kč.

Hospodářské výsledky skupiny ČEZ za 2Q2008 a 1H2008

	mld. CZK	2Q2008	2Q2008e CYRRUS	Tržní konsensus	2Q2007	y/y
Tržby	41,82	42,79	43,10	39,04	39,04	7,1%
EBITDA	21,31	20,78	19,90	16,41	16,41	29,8%
EBIT	16,03	15,31	14,40	11,01	11,01	45,6%
Zisk před zdaněním	16,92	14,77	X	10,93	10,93	54,8%
Čistý zisk	13,23	11,66	X	8,04	8,04	64,6%
Čistý zisk*	13,07	11,22	10,40	7,82	7,82	67,1%

	mld. CZK	1H2008	1H2008e CYRRUS	Tržní konsensus	1H2007	y/y
Tržby	90,42	91,39	91,60	83,16	83,16	8,7%
EBITDA	48,55	48,03	47,20	38,15	38,15	27,3%
EBIT	37,75	37,03	36,10	27,33	27,33	38,1%
Zisk před zdaněním	36,77	34,61	X	27,16	27,16	35,4%
Čistý zisk	28,96	27,38	X	21,02	21,02	37,8%
Čistý zisk*	28,58	26,74	25,90	20,50	20,50	39,4%

* po minoritních podílech.

Zdroje: CYRRUS, a. s., Bloomberg, ČEZ a.s.

Nejslabším místem zveřejněných výsledků je, a už je možné říci téměř tradičně, úroveň tržeb. Společnost ČEZ ve druhém kvartále dosáhla tržeb ve výši 41,8 mld. Kč, tedy přibližně o 1 mld. Kč méně než jsme očekávali (tržní očekávání bylo ještě optimističtější). Výroba elektrické energie v České republice meziročně ČEZu poklesla v 1H2008 o 1,1 TWh (3,2%) na 33,9 TWh. Zde je evidentní snaha firmy uspořít náklady na emisní povolenky díky poklesu výroby v uhelných elektrárnách (-2,3 TWh y/y), což ČEZ nedokázal zcela vykompenzovat růstem výroby v jaderných elektrárnách (+1,6 TWh). Optimalizace výroby se projevila také v Polsku, kde byla snížena výroba v uhelných elektrárnách o 0,6 TWh. Podíl jaderných zdrojů na výrobě 1H2008 tak vzrostl z 35% na 41%, naopak podíl uhelných zdrojů klesl z 63% na 56%.

Poptávka po elektrické energii v prvním pololetí vzrostla v ČR o 4,2%, po přepočítání na teplotní normál o 3% (především díky podnikatelům-maloodběratelům, +9,1% y/y). Tržby segmentu Distribuce a prodej rostly při stagnujícím podílu na konečném trhu pro zákazníky (45%). Důvodem růstu tržeb v tomto segmentu je příznivější vývoj počasí a tedy spotřeby, především v prvním kvartále 2008.

Podle očekávání klesly tržby v segmentu Těžba. Společnost Severočeské doly (SD) prodala v 1H2008 11,4 mil. tun uhlí ve srovnání s 11,9 mil. tun před rokem. Pro samotnou skupinu ČEZ dodala 8,6 mil. tunu uhlí vs. 9,2 mil. tun v 1H2007. Meziroční pokles dodávek o 6,3% je způsobený výše zmíněnou optimalizací výroby, tedy nižším zapojením uhelných zdrojů. Určitým zklamáním je pro nás vývoj tržeb v segmentu Jihovýchodní Evropa (JVE), především pokles tržeb distribučních společností v Rumunsku a Bulharsku (-3,4% y/y). Zde jsme očekávali, že druhé čtvrtletí dopadne lépe díky příznivějšímu vývoji kurzů místních měn vůči koruně a růstu distribuce konečným zákazníkům (pouze +2,2% y/y vs. naše očekávání +2,9% y/y).

Provozní náklady za druhé čtvrtletí dosáhly pouhých 25,8 mld. Kč, zatímco my jsme očekávali 27,4 mld. Kč. Meziročně se tak snížily o 7,9% díky optimalizaci nákupu energií a služeb (-23,5% y/y), mírnému meziročnímu poklesu nákladů na materiál, palivo i odpisů (5,3 mld. Kč vs. naše očekávání 5,5 mld. Kč). Personální náklady dosáhly v 2q2008 4 mld. Kč, za celé první pololetí 7,7 mld. Kč, meziročně o 10,2% více. To vše vyústilo v EBITDA ve výši 21,3 mld. Kč (2q2008) a tedy EBITDA marži znovu nad 50% (51%). Za celé první pololetí dosáhla EBITDA 48,6 mld. Kč (naše očekávání 48,0 mld. Kč, očekávání trhu 47,2 mld. Kč), což znamená EBITDA marži ve výši 53,7% (vs. naše predikce 52,6%). Podobná je situace u EBIT marže, která za první pololetí dosáhla 41,7% vs. naše očekávání 40,5%.

Lepší než očekávaná je také podprovozní úroveň výsledovky, tedy finanční část. ČEZ za 1H2008 vykázal finanční ztrátu ve výši 1,0 mld. Kč, my jsme (stejně jako trh) očekávali ztrátu mnohem vyšší, 2,4 mld. Kč. Úrokové náklady dopadly podle očekávání (1,35 mld. Kč vs. náš odhad 1,3 mld. Kč), mnohem mírnější však byla ztráta z kurzových rozdílů (pouze 0,13 mld. Kč). Zisk z prodeje aktiv (I&C Energo a.s.) a některé mimořádné položky tak spolu s výše uvedenými faktory vedly k vyššímu než očekávanému zisku před zdaněním. Ten dosáhl za 2q2008 úrovně 16,9 mld. Kč, za celé pololetí 36,8 mld. Kč (+35,4% y/y). Efektivní sazba korporátní daně dosáhla za druhý kvartál 21,8%, za 1H2008 potom 21,2%. To je mírně nad naším očekáváním 20,9%. Čistý zisk díky tomu dosáhl 29,0 mld. Kč, po odečtení minoritních podílů (které dosáhly pouze 0,4 mld. Kč vs. naše očekávání 0,6 mld. Kč) dosáhl čistý zisk za první letošní pololetí 28,6 mld. Kč, meziročně +39,4%. Jak již bylo řečeno, nižší než očekávané provozní náklady a některé mimořádné položky přispěly k výraznému překonání tržního konsensu. Po očištění o některé z těchto mimořádných položek (měnové a dovolenkové deriváty) by čistý zisk překonal naše očekávání „pouze“ o cca 0,2 mld. Kč a tržní konsensus o 1 mld. Kč.

V souladu s naším očekáváním společnost ČEZ zvýšila projekci zisku pro letošní rok. Guidance u EBITDA byla zvýšena z 85,5 mld. Kč na 87 mld. Kč díky vyšším cenám elektřiny, vyššímu využití jaderných a vodních zdrojů (které přinášejí společnosti nejvyšší provozní marže) a úsporám nákladů. Podle našeho názoru je toto zvýšení velmi konzervativní a společnost by neměla mít problém tuto úroveň za celý rok 2008 i výrazněji překonat. U čistého zisku bylo očekávání společnosti zvýšeno z 46,6 mld. Kč na 48,6 mld. Kč, což odpovídá našemu očekávání 48,5 mld. Kč. Společnost potvrdila svoji dividendovou politiku výplatního poměru ve výši 50-60% čistého zisku, v oblasti zpětného odkupu akcií nebyla zveřejněna žádná nová zpráva, platí tedy, že zatím nedošlo ke zrušení dosud odkoupených vlastních akcií a nový zpětný odkup by podle našeho názoru mohl začít nejdříve ke konci letošního roku. I tato skutečnost do určité míry (spolu s aktuálně nepříznivým vývojem cen komodit) chladí zájem investorů o akcie ČEZ. Reakce trhu na zveřejněné výsledky byla pozitivní, nyní část investorů vybírá zisky. My zveřejněná čísla hodnotíme jako mírně lepší než očekávaná (tedy nikoliv výrazně lepší, jak by se mohlo z prvního pohledu na výsledky zdát) a potvrzujeme naše doporučení pro akcie ČEZ „koupit“ s cílovou cenou 1415 Kč.

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
Lucie Kundrátová	Analytik	kundratova@cyrrus.cz	Petrochemie, spotřební zboží
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:

Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz
Peter Dömény	Brno	domeny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jan Michelfeit	Praha	michelfeit@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>.

PRAHA
 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