

ČEZ a.s.

Marek Hatlapatka
analytik
hatlapatka@cyrrus.cz

Flash analýza výsledků za 1Q2008

15.5.2008

ČEZ a.s.

Výsledky za 1Q2008

Základní informace

Datum	15.5.2008
Cena akcie	1 250 CZK
Vydaných akcií	592,2 mil. ks
Tržní kapitalizace	740,2 mld. CZK
52 týdenní max.	1 435 CZK
52 týdenní min.	991 CZK
Beta vs. PX	1,06
Váha v PX	23,9%



Základní ukazatele 2007

ROAE	18,0%
ROAA	15,4%
EBITDA marže	43,1%
P/E	14,7x
Dividendový výnos	3,7%

Zdroje: Bloomberg, ČEZ, CYRRUS.

Společnost ČEZ a.s. zveřejnila své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za první kvartál 2008 dne 15.5.2008 před otevřením trhu.

VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ V 1Q2008

ČEZ bychom mohli klidně přejmenovat na „krále vysokých marží“. I přesto, že tržby poměrně výrazně zaostaly za naším i tržním očekáváním, na nižších úrovních výsledovky si naopak firma s tržním konsensem lehce poradila a ukázala, že její výsostní postavení v Evropě z hlediska výše marží zatím rozhodně není ohroženo. Zveřejněné výsledky tedy můžeme vyhodnotit jako lepší než očekávané, na druhou stranu nižší tržby mohou podnítit otázku, zda z nich dokáže ČEZ tyto vysoké marže udržet i v budoucnosti.

Hospodářské výsledky skupiny ČEZ za 1q2008

	mld. CZK	1Q2008	Očekávání CYRRUS	Tržní konsensus	1Q2007	y/y
Tržby	48,61	48,61	52,06	51,60	44,12	10,2%
EBITDA	27,25	27,25	25,63	25,20	21,74	25,3%
Provozní zisk	21,72	21,72	20,15	19,90	16,32	33,1%
Zisk před zdaněním	19,84	19,84	19,30	X	16,23	22,3%
Čistý zisk*	15,52	15,52	14,96	14,80	12,68	22,4%

* po minoritních podílech.

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

Tržby za první čtvrtletí letošního roku vzrostly skupině ČEZ na 48,6 mld. Kč, což znamená 10,2% meziroční nárůst. Tento nárůst je nicméně poměrně značně pod naším očekáváním i tržním konsensem a top line výsledovky tak považujeme za nejslabší místo zveřejněných hospodářských výsledků. Spotřeba elektrické energie v České republice vzrostla o 4,6% meziročně, po přepočtení na teplotní normál o solidních 3,2%. Největší nárůst přitom zaznamenal segment malých a středních podniků (+9,4% y/y), domácnosti spotřebovaly o 3,3% více elektrické energie než ve stejném období před rokem. Výroba elektřiny vzrostla o 0,2 TWh na 18,2 TWh v segmentu Střední Evropa, v Bulharsku (elektrárna Varna) vzrostla z 0,5 na 0,6 TWh. Podle očekávání se změnila struktura výroby – poklesla výroba v uhelných elektrárnách (v ČR kvůli limitu emisí, v Polsku kvůli nízkým cenám elektřiny) z 11,7 na 10,3 TWh, naopak snížení doby odstávek oproti minulému roku vedlo ke zvýšení výroby v jaderných elektrárnách o 25% na 7,5 TWh (což představuje 40% veškeré vyrobené elektřiny skupinou ČEZ). O něco více se díky příznivějším klimatickým podmínkám vyrobilo i elektřiny ve vodních elektrárnách. Tyto posuny se příznivě projeví v ziskovosti – viz níže.

Hlavním driverem růstu tržeb však pochopitelně zůstal meziroční růst velkoobchodních cen. Proti němu sice částečně působila posilující koruna, nicméně ČEZ se poměrně masivním hedgingem dokázal s touto situací relativně dobře vypořádat. Přesto nelze negativní vliv silné koruny opomenout a to zvláště ve spojení s přínosem zahraničních aktiv do celkových tržeb (to platí zvláště pro rumunské distribuční společnosti kvůli relativně slabé místní měně). Na druhou stranu právě v Rumunsku se díky vyšším distribučním tarifům a nižším nákupním cenám podařilo zvýšit výnosy z distribuce a prodeje o 2,3%. Celkově jsme nicméně očekávali o něco vyšší příspěvek k tržbám právě od zahraničních aktiv a právě zde (a částečně v o poznání nižších tržbách Severočeských dolů) se tak schovává hlavní rozdíl v naší predikci a zveřejněných číslech. V případě, že současný vývoj kurzu koruny a ostatních měn bude pokračovat v trendech ze začátku roku, budeme zřejmě nuceni mírně upravit naši predikci tržeb.

Jak již bylo řečeno v úvodu, náklady dokázal ČEZ udržet na obdivuhodně nízké úrovni. Zatímco my jsme (i když při vyšších tržbách) očekávali celkové provozní náklady bez odpisů na úrovni 26,4 mld. Kč, skutečnost byla výrazně nižší, konkrétně 21,4 mld. Kč. EBITDA marže tak místo námi očekávané hodnoty 49,2% dosáhla 56%. Hlavní rozdíl je patrný u nákladů na paliva a energie, které meziročně poklesly o 2% resp. 14% a hrubá marže tak vzrostla meziročně o 20% na 34,4 mld. Kč. Pozitivně překvapila také nízká hodnota u osobních nákladů (+4% y/y vs. náš odhad +5,9%), díky vyššímu než očekávanému snížení počtu zaměstnanců a meziroční pokles některých dalších nákladů (např. opravy a údržba -6% y/y). Odpisy se naopak vyvíjely v souladu s naším očekáváním (5,5 mld. Kč vs. 5,4 mld. Kč v 1q2007), což vyústilo v EBIT ve výši 21,7 mld. Kč (+33,1% y/y). EBIT marže dosáhla 44,7%.

Výrazný náskok oproti našemu očekávání na provozní úrovni byl přeci jen částečně kompenzován ve finanční části výsledovky, kde čisté finanční náklady dosáhly 1,9 mld. Kč, především kvůli značnému nárůstu kurzových ztrát (téměř 1 mld. Kč). Zisk před zdaněním tak dosáhl 19,84 mld. Kč. Efektivní daňová sazba i přes snížení korporátní daně v ČR mírně vzrostla na 20,7% z 20,0%, což vyústilo v čistý zisk 15,7 mld. Kč. Po odečtení minoritních podílů ve výši 0,2 mld. Kč dosáhl čistý zisk po minoritách 15,5 mld. Kč, což znamená 22,4% meziroční nárůst a přibližně o půl miliardy více, než jsme predikovali.

Na valné hromadě 21. května akcionáři s největší pravděpodobností schválí dividendu z loňského zisku ve výši 40 Kč (+100% y/y, dividendový výnos 3,3%) a také možnost pokračování zpětného odkupu akcií. Předpokládáme, že nová vlna odkupu by měla být zahájena na podzim letošního roku (což dnes potvrdil i finanční ředitel skupiny ČEZ), její celkový objem bude zřejmě záviset na dalším vývoji v oblasti zahraničních akvizic. V tomto směru dnes ČEZ kromě již známých akvizičních snah v Turecku, Makedonii či Bosně a Hercegovině přiřadil do seznamu potenciálních investičních příležitostí také Albánii, kde se schyluje k privatizaci distribučních sítí. Na domácím poli ČEZ avizoval, že hodlá změnit svoji strukturu budoucí výroby elektrické energie tak, aby snížil náročnost výroby na emise resp. emisní povolenky. Hlavním krokem nové koncepce by měla být výstavba nových paroplynových zdrojů, které by se v budoucnu měly podílet na výrobě elektrické energie přibližně jednou pětinou. Tato změna strategie je logickým vyústěním posledních událostí (nedohoda s Mosteckou uhelnou, záměr Evropské komise nepřidělovat žádné emisní povolenky zdarma po roce 2012). Obecně považujeme tento krok za správný, nicméně jejich konkrétní dopad na férové ocenění společnosti zatím nelze vzhledem k nedostatku informací a vágnosti stanovení strategie určit. Předpokládáme, že pozitivní dopad úspory emisních povolenek (potřeba emisních povolenek u paroplynové výroby je cca poloviční ve srovnání s uhelnými zdroji) bude kompenzován vyššími výrobními náklady jednotky produkce u paroplynových elektráren.

Celkově hodnotíme zveřejněné výsledky jako lepší než očekávané s jedním otazníkem, kterým je vývoj tržeb. Udržení jejich dynamiky je podle našeho názoru základním předpokladem pokračujícího silného růstu na nižších úrovních výsledovky. Jinými slovy nepovažujeme za reálné, aby ČEZ v delším období udržoval své provozní náklady na tak nízkých úrovních, jako to předvedl v právě zveřejněných výsledcích za 1q2008. I kvůli tomu neočekáváme výrazně pozitivní reakci trhu, což ovšem nic nemění na tom, že výsledky hodnotíme jako pozitivní a ponecháváme naše investiční doporučení pro akcie ČEZ na stupni „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
Tomáš Machalický	Brno	machalicky@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kuncický	Brno	kuncicky@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. („BCPP“) a 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 není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCPP. 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 výstupy je možno nalézt na 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