

3.3.2009
ČEZ a.s.
Výsledky za 4Q2008 a FY2008

Základní informace

Datum	3.3.2009
Cena akcie	635 CZK
Vydaných akcií	538,0 mil. ks
Tržní kapitalizace	342 mld. CZK
52 týdenní max.	1 398 CZK
52 týdenní min.	558 CZK
Beta vs. PX	1,01
Váha v PX	27,8%



Akcionářská struktura

Stát	69,9%
ČEZ a.s.	0,1%
Free float	30,0%

Zdroje: Bloomberg, ČEZ.

Společnost ČEZ a.s. zveřejnila své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za čtvrté čtvrtletí a celý rok 2008 dne 3.3.2009 v 9:15.

VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ V ROCE 2008

Hospodářské výsledky za poslední čtvrtletí loňského roku mírně zklamaly. I když podrobnější pohled na zveřejněná data nám ukáže, že především kvůli položkám, kterým můžeme alespoň z části přilepit nálepku „mimořádné“, od ČEZu byli investoři v poslední době zvyklí na jiná čísla. Možná však nejsme svědky ničeho jiného, než že ČEZ pouze sestupuje s nadpozemských výšin firmy, jejíž zisky rostou do nebe, mezi normální smrtelníky (rozuměj firmy, jejichž zisky ne vždy rostou dvouciferným tempem). I ČEZ musí zbrojit tvář v tvář ekonomické krizi a dokázat, že si dokáže udržet ziskovost i v prostředí klesající poptávky a cen elektřiny. Shrnutí potvrzeno, ČEZ zveřejnil mírně horší výsledky, potvrdil naše očekávání, že zpětný odkup není v současné době na pořadu dne a zveřejnil poměrně konzervativní výhled na rok 2009. To nesporně jsou důvody pro negativní reakci trhu, i když musíme znovu zopakovat, že žádný zásadní „průšvih“ ve zveřejněných datech nevidíme. Ocenění akcií ČEZ a cílovou cenu každopádně tímto dáváme do REVIZE.

Hospodářské výsledky skupiny ČEZ za 4Q2008 a FY2008

	mld. CZK	4Q2008	4Q2008e CYRRUS	Tržní konsensus	4Q2007	y/y
Tržby		49,82	49,85	50,20	51,07	-2,5%
EBITDA		18,39	18,52	18,80	20,19	-8,9%
EBIT		11,96	12,21	12,50	14,25	-16,0%
Zisk před zdaněním		8,16	9,57	9,90	12,59	-35,2%
Čistý zisk		5,88	7,51	7,70	13,07	-55,0%
Čistý zisk*		5,63	7,36	7,50	12,63	-55,5%

	mld. CZK	FY2008	FY2008e CYRRUS	Tržní konsensus	FY2007	y/y
Tržby		181,64	181,67	182,50	174,56	4,1%
EBITDA		87,21	87,34	87,60	75,33	15,8%
EBIT		65,16	65,49	65,80	53,20	22,5%
Zisk před zdaněním		60,72	62,12	62,20	51,15	18,7%
Čistý zisk		47,35	48,98	49,10	42,76	10,7%
Čistý zisk*		46,51	48,24	48,40	41,56	11,9%

* po minoritních podílech.
Zdroje: ČEZ poll, CYRRUS, a.s.

Na provozní úrovni hospodaření ČEZ nijak nepřekvapil a můžeme říci, že splnil naše očekávání. Tržby za čtvrtý kvartál dosáhly 49,8 mld. Kč, přesně podle naší predikce a mírně pod očekáváním trhu. Meziročně se jedná o 2,5% pokles, za celý rok 2008 dosáhly tržby 181,6 mld. Kč a ve srovnání s předchozím rokem vzrostly o 4,1%. Podívejme se pod pokličku tohoto agregovaného čísla s názvem „tržby“. Poptávka po elektrické energii v roce 2008 rostla o sezónně očištěných 1,2%, u maloobchodního odběru (domácnosti a malé firmy) byl nárůst o něco vyšší (2,7% y/y). Čtvrtý kvartál však byl podle očekávání výrazně horší, když poptávka v ČR poklesla o 4%, což bylo patrně především v segmentu středních a velkých podniků. Klesla také výroba, ve srovnání s 21% poklesem za celou ČR nicméně výroba skupiny ČEZ ve střední Evropě (tedy i s Polskem) klesla o 8,7% resp. 6,1 TWh (5,1 TWh v samotné ČR) na 64 TWh, tedy přijatelně. Pokles byl především u uhelných elektráren (což je ovšem záležitost především prvních 9M2008), u jádra celoročně výroba stagnovala resp. mírně rostla, což ovšem pokazil poslední kvartál. Jádro se tak na výrobě ČEZ v loňském roce podílelo 41,6%, tedy méně než jsme původně plánovali.

Podle očekávání se ve 4q2008 mírně zlepšil růst tržeb Severočeských dolů (+4,5% y/y vs. celoroční nárůst o 1,9% y/y), o něco hůře se vedlo segmentu Distribuce a prodej (viz výše zmíněný pokles poptávky) a celoroční objem distribuované elektřiny dosáhl 34 TWh ve srovnání s 33,1 TWh v roce 2007 a naším očekáváním 34,2 TWh. I ve čtvrtém čtvrtletí pokračovala nepříliš utěšená výkonnost zahraničních aktiv v jihovýchodní části Evropy, v tomto segmentu za rok 2008 meziročně klesly tržby o 3%, především kvůli horším výnosům distribuce v Bulharsku a Rumunsku, což bylo jen částečně vyváženo výnosy z výroby elektrické energie v Bulharsku (+26,6% y/y).

Provozní náklady ve čtvrtém kvartále dosáhly 37,9 mld. Kč, což znamená meziroční nárůst o pouhé 2,9%. I přesto jsme očekávali ještě o něco lepší číslo, konkrétně 37,2 mld. Kč, ve světle poklesu počtu zaměstnanců a také jsme počítali s mírně nižšími odpisy. Zveřejněná čísla znamenají, že EBITDA marže ve čtvrtém kvartále především kvůli neplánované odstávce prvního bloku JE Temelín klesla z 39,5% na 36,9% (očekávali jsme 37,2%), za celý rok 2008 se tak zastavila na úrovni 48,0% vs. 43,2% v roce předchozím. EBIT marže potom vzrostla z 30,5% na 35,9%.

Výsledek finanční části výsledovky tentokrát výrazně ovlivnil celoroční výsledky a především výsledky za 4q2008. Kromě tradičních a dlouhodobě predikovatelných položek jako jsou nákladové úroky, které díky vyššímu zadlužení ČEZ vzrostly za celý rok 2008 o více než 1 mld. Kč na 3,1 mld. Kč, se ve výsledcích čtvrtého kvartálu výrazně projevil pokles cen akcií na trzích, konkrétně v nutnosti přecenit akciové opce, které ČEZ vlastní v maďarské společnosti MOL. Právě kvůli této vyšší položce byl finanční výsledek za 4q2008 nakonec asi o 800 mil. Kč horší než jsem očekávali (-3,8 mld. Kč vs. očekávání -3,0 mld. Kč), což se spolu s o něco málo horší provozní výkonností projevilo v nižším než očekávaném zisku před zdaněním za 4q2008, který dosáhl 8,2 mld. Kč, meziročně pokles o 35,2%. Za celý rok 2008 tak dosáhl zisk před zdaněním 60,7 mld. Kč vs. konsensuální odhad trhu 62,2 mld. Kč.

Na horším než očekávaném čistém zisku společnosti ČEZ se částečně podílela také vyšší efektivní sazba daně. Ta v samotném 4q2008 dosáhla 27,9%, což zvedlo celoroční efektivní míru příjmové daně na rovných 22%, tedy více než námi očekávaných 21,2%. Součet všech výše uvedených mírně negativních překvapení tedy vyústil v čistý zisk za celý rok 2008 ve výši 47,4 mld. Kč (meziroční nárůst o 10,7%), po odečtení zisku připadajícího minoritním akcionářům ve výši 841 mil. Kč (naše očekávání 740 mil. Kč) tak dosáhl čistý zisk 46,5 mld. Kč (+11,9% y/y). To v přepočtu na nový počet akcií v oběhu (tedy po zrušení odkoupených akcií) představuje čistý zisk na akcii (EPS) ve výši 86,5 Kč (aktuální P/E 7,3x).

Tento zisk bude částečně vrácen zpět investorům, výše a způsob jsou však zatím nejisté. O tradičním způsobu, tedy výplatě dividendy, víme jistě, že bude, a že firma dodrží svoji současnou dividendovou politiku, založenou na výplatě 50-60% čistého zisku na dividendách. To indikuje prostor pro dividendu v rozmezí 43-52 Kč, přičemž náš názor je stále ve prospěch vyššímu výplatního poměru a očekáváme tak dividendu ve výši 50 Kč na akcii (dividendový výnos 7,9%). Státní pokladna by si v takovém případě přišla na téměř 19 mld. Kč. O druhém způsobu navrácení zisku akcionářům, tedy zpětném odkupu akcií, bylo řečeno pouze to, že ČEZ v současné době neuvažuje o zahájení odkupování vlastních akcií, což se více méně dalo s ohledem na ekonomickou situaci a předchozí indicie ze strany managementu ČEZ očekávat. ČEZ si pochopitelně i nadále drží možnost kdykoliv začít odkupovat (omezení jsou pouze technického charakteru), navíc hodlá požádat valnou hromadu o prodloužení období, v němž může akcie v rámci buybacku odkupovat.

Podle očekávání ČEZ také zveřejnil tradiční výhled hospodaření pro probíhající fiskální rok. Firma očekává, že při EBITDA ve výši 90,3 mld. Kč (+3,6% y/y) a provozním zisku ve výši 67,1 mld. Kč (+3% y/y) dosáhne v letošním roce čistého zisku 50,2 mld. Kč (+6% y/y). My jsme doposud ve svém modelu plánovali čistý zisk ve výši 51,4 mld. Kč, nicméně po zveřejnění výsledků a nové guidance dáváme ocenění akcií ČEZ do revize. Celkově hodnotíme výsledky i výhledy ČEZ jako mírně horší než očekávané, reakci trhu (-4%) považujeme za přiměřenou.

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
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
Jiří Běhal	Brno	behal@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