

**Doporučení: Koupit**  
**Cílová cena: 675 Kč**

29. 6. 2015

### ČEZ

Doporučení: Koupit  
Cílová cena: 675 Kč  
Předchozí doporučení: Držet  
Předchozí cílová cena: 616 Kč

#### Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:  
ČEZ, a.s.  
Duhová 2/1444  
Praha 4, 140 53  
[www.cez.cz](http://www.cez.cz)

Ticker: BAACEZ (BCPP)

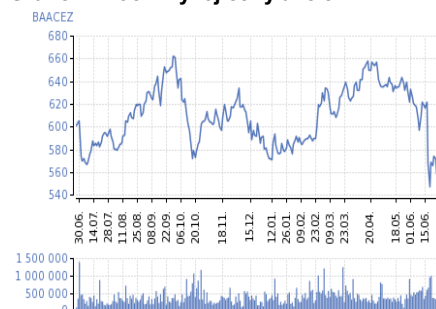
Odvětví: výroba a prodej elektřiny  
Tržní kapitalizace: 305,6 mld. Kč  
Závěrečná cena k 26.6.2015: 572 Kč  
Roční maximum: 663 Kč  
Roční minimum: 547 Kč  
Zařazen v indexech: PX, BEUELEC, CETOP20...  
Podíl v indexu PX: 18,77 %

#### Struktura akcionářů

Česká republika: 69,78 %  
Free float: 30,22 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,92

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ



V naší nové analýze na energetickou společnost ČEZ zvyšujeme cílovou cenu z 616 Kč na 675 Kč a zároveň přistupujeme ke zvýšení investičního doporučení ze stupně „držet“ na „koupit“. Vzhledem k naší cílové ceně se tak domníváme, že akcie ČEZ nabízí v ročním horizontu zhruba 18% investiční potenciál. Cílovou cenu a doporučení na tento akciový titul zvyšujeme zejména na základě navýšení výhledu ziskovosti pro střednědobý horizont, když v našich prognózách reflektujeme snahu společnosti o provádění razantnějších úspor. Rovněž pozitivně vnímáme atraktivnější dividendovou politiku, když management ČEZu navýšil dividendový výplatní poměr z 50 – 60 % na 60 – 80 % očištěného čistého zisku. Námi očekávaný příznivý vývoj hotovosti, daný zejména předpokládaným snížením investičních výdajů, tak bude podle našeho názoru poskytovat v nejbližších letech prostor realizovat výplatní poměr spíše v horní části stanoveného rozpětí, což podle našich odhadů indikuje solidní dividendový výnos v rozmezí 5 – 7 %. Na akcie ČEZ tak stále nahlížíme jako na atraktivní dividendový titul. Náš příznivější náhled na tento akciový titul byl rovněž podpořen dosaženou dohodou na půdě Evropské unie týkající se podpory systému obchodování s emisními povolenkami. Konkrétně, vznik tzv. tržní stabilizační rezervy by podle našeho názoru měl ve střednědobém horizontu výrazně napomoci ke snížení přebytku emisních povolenek na trhu a k podpoře jejich cen. To by měl být jeden ze zásadních katalyzátorů pro budoucí stabilizaci či postupný růst tržních cen elektřiny s pozitivním dopadem do ziskovosti ČEZu.

#### Představení společnosti

Skupina ČEZ je energetickým koncernem, jehož hlavním předmětem podnikání je výroba, obchod a distribuce elektrické a tepelné energie, obchod a prodej zemního plynu a rovněž těžba uhlí. Mateřskou společností celé Skupiny je ČEZ, a. s., jehož hlavním akcionářem je prostřednictvím Ministerstva financí Česká republika s podílem na základním kapitálu téměř 70 %. Skupina (společnost) provádí svoji podnikatelskou činnost jak na území České republiky, která je jejím hlavním trhem, tak v zahraničí. Mezi hlavní zahraniční trhy, ve kterých ČEZ vlastní energetická aktiva, patří Polsko, Bulharsko, Rumunsko a Turecko. Podnikání společnosti je rozděleno do segmentů výroba a obchod, distribuce a prodej, těžba a ostatní. Segmenty jsou dále rozděleny do dvou oblastí, a to střední Evropa (SE) a jihovýchodní Evropa (JVE). Segmenty výroba a obchod SE a distribuce a prodej SE jsou nejvýznamnějšími segmenty společnosti. Z hlediska ziskovosti je nejdůležitějším segmentem výroba a obchod SE, když v roce 2014 tento segment realizoval provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 39,5 mld. Kč a na celkové EBITDA společnosti se podílel 55 %.

**Tabulka č.1: Základní ukazatele**

| ČEZ                      | 2012    | 2013    | 2014    |
|--------------------------|---------|---------|---------|
| Produkce elektřiny (GWh) | 68 832  | 66 709  | 63 124  |
| Instalovaný výkon (MW)   | 15 800  | 15 200  | 16 000  |
| Výnosy (mil. Kč)         | 215 095 | 217 273 | 200 657 |
| EBITDA (mil. Kč)         | 85 818  | 82 054  | 72 498  |
| Čistý zisk* (mil. Kč)    | 41 299  | 38 178  | 29 454  |
| P/E                      | 8,77    | 7,69    | 14,1    |
| P/S                      | 1,69    | 1,27    | 1,6     |
| ROA (%)                  | 6,71    | 5,62    | 3,5     |
| ROE (%)                  | 17,37   | 14,12   | 8,6     |

zdroj: ČEZ, Bloomberg; \*očistěný čistý zisk

**Tabulka č.2: Hospodaření ČEZ podle segmentů (v mil. Kč)**

| rok 2014                | Výnosy <sup>1</sup> | EBITDA        | EBIT          |
|-------------------------|---------------------|---------------|---------------|
| Výroba a obchod SE      | 57 093              | 39 523        | 22 792        |
| <i>podíl na celku</i>   | <i>28,45%</i>       | <i>54,52%</i> | <i>61,69%</i> |
| Distribuce a prodej SE  | 100 059             | 19 290        | 15 463        |
| <i>podíl na celku</i>   | <i>49,87%</i>       | <i>26,61%</i> | <i>41,85%</i> |
| Těžba SE                | 4 700               | 4 163         | 1 856         |
| <i>podíl na celku</i>   | <i>2,34%</i>        | <i>5,74%</i>  | <i>5,02%</i>  |
| Ostatní SE              | 2 687               | 4 666         | 2 621         |
| <i>podíl na celku</i>   | <i>1,34%</i>        | <i>6,44%</i>  | <i>7,09%</i>  |
| Výroba a obchod JVE     | 1 500               | 606           | -7 444        |
| <i>podíl na celku</i>   | <i>0,75%</i>        | <i>0,84%</i>  | <i>-</i>      |
| Distribuce a prodej JVE | 34 594              | 3 869         | 1 347         |
| <i>podíl na celku</i>   | <i>17,24%</i>       | <i>5,34%</i>  | <i>3,65%</i>  |
| Ostatní JVE             | 24                  | 84            | 14            |
| <i>podíl na celku</i>   | <i>0,01%</i>        | <i>0,12%</i>  | <i>0,04%</i>  |
| Celkem <sup>2</sup>     | 200 657             | 72 498        | 36 946        |

zdroj: ČEZ, <sup>1</sup>výnosy bez výnosů mezi segmenty,

<sup>2</sup>Údaje v řádce celkem jsou konsolidované

U provozního zisku po odečtení odpisů (EBIT) je podíl u tohoto segmentu obdobný, a to kolem úrovně 60 %. V roce 2014 činily výnosy segmentu výroby a obchodu SE (očistěné o výnosy mezi segmenty) 57,1 mld. Kč a na celkových provozních výnosech ČEZu ve výši 200,7 mld. Kč se tak podílely 29 %. Segment distribuce a prodej SE v loňském roce realizoval tržby na úrovni 100,1 mld. Kč, což znamená 50% podíl na celkových výnosech společnosti a je tak z hlediska objemu výnosů největším segmentem. Výkonnost všech segmentů za loňský rok a podíly jejich základních finančních ukazatelů na celkovém výsledku hospodaření společnosti shrnuje tabulka č.2.

## Česká republika

V České republice společnost ČEZ disponuje širokým portfoliem výrobních zdrojů, tzn. jadernými, uhelnými, vodními, fotovoltaickými a větrnými elektrárnami a dále teplárnami. Instalovaný výkon těchto tuzemských zdrojů činí 13 470 MW, což znamená cca 84% podíl na instalovaném výkonu celé společnosti a jejich produkce dosahuje kolem 60 000 GWh (60 TWh). ČEZ tak zhruba 90 % elektřiny vyrábí v tuzemsku. V ČR nejvíce elektřiny ČEZ vyrobí z jaderných elektráren, a to cca 52 %, následují uhelné elektrárny se zhruba 44% podílem na celkové tuzemské produkci elektřiny společnosti. Zbýlých cca 5 % připadá na obnovitelné zdroje (voda, fotovoltaika, vítr, biomasa) a zemní plyn. ČEZ v ČR v loňském roce svým zákazníkům distribuoval (zprostředkoval) elektřinu v objemu 32 696 GWh, což je 68% podíl na celkovém objemu distribuované elektřiny za celou Skupinu. Objem prodeje elektřiny koncovým zákazníkům za rok 2014 v tuzemsku činil 19 527 GWh a na celkových prodejkách společnosti se tak tuzemsko podílí z 56 %. Společnost rovněž od roku 2010 aktivně působí na trhu se zemním plynem, když nejprve začala prodávat plyn velkoodběratelům a středním odběratelům. Od druhé poloviny roku 2010 svojí nabídku rozšířila i na maloodběratele a domácnosti. V segmentu prodeje zemního plynu se ČEZu daří, zákaznická základna se od vstupu na trh neustále rozšiřuje a společnost je aktuálně největším alternativním dodavatelem plynu v ČR (cca 5,7% podíl na trhu). Na podzim roku 2013 ČEZ vstoupil na tuzemský telekomunikační trh jako virtuální mobilní operátor. Na konci roku 2014 společnost evidovala cca 85 tis. zákazníků. Vstup na mobilní trh hodnotíme jako doplňkový (marginální) byznys s příspěvkem do celoročních tržeb, resp. EBITDA v řádu stovek milionů korun.

Dále se společnost ČEZ věnuje v ČR těžbě a prodeji hnědého uhlí, a to prostřednictvím své dceřiné společnosti Severočeské doly. Těžba probíhá v Dolech Nástup Tušimice a Dolech Bílina. Produkce, resp. odbytlí uhlí činil v roce 2014 21,6 mil. tun, přičemž zhruba 73 % produkce směřuje hnědouhelným elektrárnám v rámci Skupiny a zbylých 27 % se prodává externím zákazníkům.

## Zahraničí

Zahraniční expanze byla započata v lednu 2005, kdy společnost ČEZ převzala majoritní podíly ve třech bulharských distribučních společnostech (později byly tyto firmy spojeny do jedné společnosti CEZ Razpredelenie). Na podzim téhož roku ČEZ uspěl v privatizačním tendru na koupi majoritního podílu v největší rumunské distribuční společnosti Electrica Oltenia. V roce 2006 společnost rozšířila své zahraniční portfolio o tři výrobní zdroje, konkrétně o polské černouhelné elektrárny Elcho a Skawina a bulharskou

černouhelnou elektrárnu Varna (provoz této elektrárny však byl od začátku roku 2015 pozastaven, když elektrárna již nesplňuje evropské ekologické limity; ČEZ se v loňském roce nedohodl s bulharskou státní firmou BEH na financování modernizace této elektrárny, proto rozhodnutí ČEZu o pozastavení provozu). O rok později se mezi akvizice zařadilo partnerství s maďarskou ropnou a plynárenskou společností MOL, v rámci něhož probíhaly aktivity na Slovensku a Maďarsku zaměřené mimo jiné na projekty výstavby plynových elektráren. Aktuálně jsou však tyto projekty zejména z důvodu nízkých tržních cen elektřiny pozastaveny. V roce 2008 ČEZ vstoupil do projektů výstavby největšího pevninského evropského větrného parku v Rumunsku (od konce roku 2012 je větrný park v plném provozu), v témže roce společnost vstoupila na turecký energetický trh a rovněž zvítězila v privatizačním tendru na distribuční společnost v Albánii. V lednu 2013 však ČEZ své podnikání v Albánii ukončil. Zhoršení regulačního prostředí v této zemi v průběhu roku 2012 uvalilo albánskou distribuční divizi do ztrát. V důsledku sporů s albánskými institucemi ČEZ přišel o distribuční licenci a následně v lednu 2013 byla tamní distribuční divize vyřazena z konsolidačního celku Skupiny ČEZ. Spory s Albánií však byly v červnu 2014 ukončeny dohodou o narovnání, na základě které ČEZ postupně dostává ve splátkách celkem cca 2,6 mld. Kč.

### Výsledky hospodaření za 1Q 2015

ČEZ za první letošní čtvrtletí představil výsledky, které nás v celkovém kontextu nijak výrazně nepřekvapily. Na jednu stranu výnosy překonaly jak naše očekávání, tak tržní konsensus, na druhou stranu ziskovost se vyvíjela mírně níže, než se čekalo. Výnosy dosáhly úrovně 53 mld. Kč, meziročně téměř beze změny (-0,4 % y/y), což hodnotíme pozitivně, když my (i trh) jsme předpokládali výnosy blízko úrovně 50 mld. Kč. ČEZu se tak podařilo, i přes meziroční pokles prodejních cen elektřiny, udržet své výnosy téměř stabilní, což bylo podle našeho názoru dáno zejména jednak solidní výrobou a jednak solidními ostatními tržbami (kam se řadí hlavně tržby z prodeje plynu, uhlí a tepla). Produkce elektřiny v 1Q 2015 meziročně vzrostla o 2,6 % na 17 915 GWh, zatímco my jsme očekávali jen mírný růst kolem jednoho procenta. Solidně se vyvíjela zejména výroba z jaderných elektráren (meziroční nárůst o 6 %), když se pozitivně projevují dřívější investice zaměřené na zvyšování instalovaného výkonu. Další rozšíření zákaznické základny v segmentu plynu vedlo k mírně lepším tržbám z prodeje plynu, než jsme očekávali. ČEZ si tak nadále drží pozici jedničky mezi alternativními prodejci zemního plynu.

Provozní zisk EBITDA v 1Q 2015 meziročně poklesl o téměř 10 % na 19,1 mld. Kč, zatímco náš odhad činil 19,7 mld. Kč a tržní konsensus byl posazen na úrovni 20,1 mld. Kč. Nejzásadnější negativní vliv do EBITDA měly meziročně nižší prodejní (realizační) ceny vyrobené elektřiny, které srazily EBITDA o 2,8 mld. Kč (vyjádřeno segmentově, tak největší nepříznivý vliv měl tuzemský segment výroby a obchodu). My jsme předpokládali negativní dopad nízkých cen elektřiny pouze kolem 2 mld. Kč, a to byl ten hlavní důvod proč EBITDA byla nakonec mírně slabší než se očekávalo.

Výsledky v ostatních segmentech měly vesměs mírně pozitivní vliv do celkové EBITDA a skončily téměř v souladu s našimi očekáváními.

**Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 1Q 2015**

| mld. Kč            | 1Q 2015 | konsensus trhu* | 1Q 2014 | y/y    |
|--------------------|---------|-----------------|---------|--------|
| Výnosy             | 53,0    | 51,76           | 53,2    | -0,4%  |
| EBITDA             | 19,1    | 20,07           | 21,2    | -9,9%  |
| EBIT               | 12,0    | 12,94           | 14,4    | -16,7% |
| Čistý zisk         | 7,6     | 8,89            | 9,9     | -23,2% |
| Zisk na akcii (Kč) | 14,1    | -               | 18,6    | -24,2% |

zdroj: ČEZ, \*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Tak např. tuzemský segment distribuce a prodej meziročně navýšil EBITDA o 0,5 mld. Kč, když se příznivě projevilo zejména letošní chladnější počasí oproti nadprůměrně teplé loňské zimě. Určitou stabilizaci již vykázal segment rumunské výroby, jehož EBITDA v 1Q 2015 dosáhla loňské úrovně 0,2 mld. Kč. Aktuálně téměř nulová podpora tamních větrných parků Fantanele a Cogeleac byla totiž kompenzována meziročně vyšší výrobou, která dosáhla 411 GWh oproti loňským podprůměrným 322 GWh. Mírně pozitivní meziroční dopad do celkové EBITDA, konkrétně 0,1 mld. Kč, měl bulharský distribuční segment, kde se příznivě projevilo navýšení cenových tarifů pro konečné zákazníky z října 2014, což pozitivně ovlivnilo marže z distribuované elektřiny. Po sérii pro ČEZ nepříznivých cenových rozhodnutí tak po delší době přišla ze strany bulharského regulátora příznivá zpráva v podobě navýšení cen.

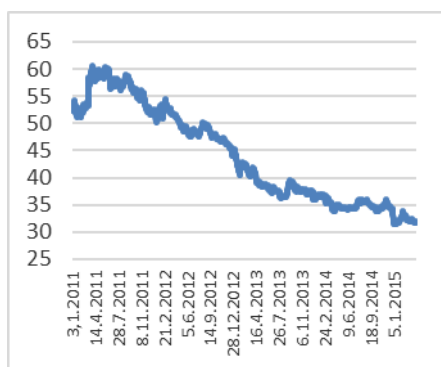
Po zohlednění odpisů činil provozní zisk EBIT 12 mld. Kč, meziročně níže o 16,7 %. Náš i celkový tržní odhad byl posazen mírně výše, na úrovni 12,9 mld. Kč. Vedle výše zmíněných vlivů na úrovni EBITDA se na mírně nižším než očekávaném EBITu podílely vyšší odpisy, které vzrostly o téměř 5 % y/y na 7,2 mld. Kč zejména kvůli zařazení nové paroplynové elektrárny Počerady do majetku. Na úrovni čistého zisku společnost zaznamenala v 1Q 2015 pokles o 23,2 % y/y na 7,6 mld. Kč. My jsme předpokládali 8,2 mld. Kč a tento rozdíl byl výhradně dán vlivy na provozní úrovni hospodaření, když ve finanční části výsledovky nás ČEZ ničím výrazněji nepřekvapil. První letošní kvartál nebyl, v souladu s očekáváním trhu, ovlivněn žádnými mimořádnými (nehotovostními) vlivy v podobě opravných položek k majetku, tudíž nebylo nutné položku čistého zisku očišťovat.

### Výhled hospodaření na rok 2015

Zbytek letošního roku bude podle našeho názoru nejvíce determinován vývojem realizačních (prodejních) cen silové elektřiny a schopností naplňovat původní plány managementu společnosti v podobě postupného rozběhnutí výroby jak v nově postavené uhelné elektrárně Ledvice, tak v komplexně obnovených třech blocích uhelné elektrárny Prunéřov II.

ČEZ i v letošním roce musí čelit klesajícím prodejním cenám elektřiny. Tento trend započal již v roce 2013, kdy společnost prodávala elektřinu ze svých výrobních zdrojů v průměru za 51,50 EUR/MWh (meziročně o cca 2 % níže), v roce 2014 nastal nejvýraznější propad, když ČEZ prodával v průměru za 44 EUR a na letošní rok má společnost předprodáno téměř veškerou svou výrobní kapacitu za cca 38,80 EUR, což je meziroční pokles o téměř 12 %. V kontextu aktuálních tržních cen elektřiny na německé burze (která je referenční burzou pro tuzemský trh se silovou elektřinou), které se během jarních měsíců pohybují mezi 31,50 – 32 EUR/MWh, hodnotíme realizační cenu 38,80 EUR jako relativně solidní, což je důsledek politiky zajišťování, v rámci které ČEZ průběžně předprodává elektřinu na tří a více leté období. Do výsledné průměrné realizační ceny na letošní rok jsou tak promítnuty vyšší tržní ceny z předchozích let. Pokles ceny z loňských 44 EUR na cca 38,80 EUR podle našich odhadů nejvýrazněji negativně ovlivní letošní výnosy a provozní zisky. Konkrétně, nepříznivý dopad do letošní EBITDA predikujeme kolem 6 mld. Kč.

**Graf č.2: Downtrend na trhu s elektřinou od roku 2011**



zdroj: Bloomberg



**Předpokládaný meziroční nárůst produkce podle našich odhadů přinese do letošní EBITDA cca 3 mld. Kč.**

Pokles tržních cen silové elektřiny na burzách již není tak razantní jako v letech 2012 a 2013 (např. za celý rok 2013 cena klesla o 16,5 %), v průběhu loňského roku již downtrend výrazněji zpomalil. Téměř po celý rok 2014 cena elektřiny (přesněji řečeno roční kontrakt) fluktovala kolem úrovně 35 EUR/MWh a pouze pokles ze závěru roku zapříčinil, že cena nakonec meziročně poklesla o 10 %. Slabost na trhu s elektřinou tak, i přes výše zmíněnou určitou stabilizaci, stále přetrvávala, když se podle našeho názoru negativně projevoval loňský pokles cen černého energetického uhlí na evropském trhu. Konkrétně, referenční cena černého energetického uhlí ARA (což je především australské a jihoafrické uhlí dodávané do přístavů v Amsterdamu, Rotterdamu a Antverpách) v loňském roce poklesla o cca 20 %. Evropský trh s černým energetickým uhlím i v roce 2014 trpěl nerovnováhami, kdy nabídka převyšovala poptávku a cena tak klesala (z firemní sféry zmiňme např. tuzemského těžaře NWR, který ještě v roce 2012 prodával své energetické uhlí v průměru za 74 EUR/t, v roce 2014 již pouze za 54 EUR/t a pro rok 2015 má nasmlouvanou průměrnou cenu ve výši 52 EUR/t). Cena uhlí, jakožto jeden ze základních vstupů pro výrobu elektřiny, je provázána s cenou elektřiny v Německu a tím pádem i v ČR a vytvářela tak na konci roku 2014, resp. na začátku roku 2015 negativní tlak na tržní ceny elektřiny.

#### **Zprovoznění uhelných elektráren v Ledvicích a Prunéřově**

Naopak výrazný pozitivní impuls do letošních výsledků by měl přicházet ze strany produkce elektřiny. Poprvé od roku 2011 by totiž měl ČEZ vykázat meziroční nárůst výroby, a to kvůli plánovanému zprovoznění nových Ledvic a komplexně zmodernizovaných tří bloků Prunéřova II. Tyto dvě uhelné elektrárny měly být v provozu již na konci roku 2014, modernizace Prunéřova, resp. zejména výstavba Ledvic se z různých důvodů zpožďovala, ale letos už management počítá se spuštěním.

Uhelná elektrárna Ledvice je zcela novým výrobním zdrojem o instalovaném výkonu 660 MW. Půjde o vysoce účinný a efektivní zdroj, jehož spotřeba uhlí by se měla podle našich odhadů pohybovat pod 0,4 t/MWh a jeho vytíženost (load factor) odhadujeme na velice solidních 75 %. Výstavba tohoto nového zdroje byla významnou investiční akcí, CAPEX přesahovaly 30 mld. Kč. Odhadujeme, že nové Ledvice mají potenciál ročně vyrábět více než 4000 GWh elektřiny. Spolu se spuštěním bude však zároveň uzavřen jeden starý zdroj v Ledvicích, konkrétně se jedná o Ledvice II s instalovaným výkonem 220 MW. Nové Ledvice by se podle plánu managementu ČEZu měly postupně komerčně rozjíždět v průběhu 2Q 2015, s tím, že hlavní pozitivní efekty do hospodaření očekáváme ve druhé polovině letošního roku.

Komplexní obnova tří uhelných bloků Prunéřova II byl rovněž dlouhodobý investiční projekt, jenž byl započat v roce 2012 a jehož CAPEX se pohybovaly kolem 25 mld. Kč. Před obnovou měl každý ze tří bloků instalovaný výkon 210 MW, po obnově bude navýšen na 250 MW. Celkově tak ČEZ letos v Prunéřově zprovozní 750 MW instalovaného výkonu, což podle našich odhadů znamená roční příspěvek do produkce téměř 5000 GWh. Domníváme se, že tři zmodernizované bloky v Prunéřově by měly mít velmi obdobné vlastnosti co se týče účinnosti, efektivnosti a vytíženosti, jako tomu je u výše zmíněných Ledvic. Prunéřov II se tak zařadí mezi strategické uhelné zdroje ČEZu jako jsou elektrárny Tušimice, Počerady a Ledvice.

**Od 2H 2015 by se měla navýšit podpora OZE pro větrnou farmu ČEZu v Rumunsku.**

Tyto významné uhelné zdroje mají zajištěné dlouhodobé dodávky uhlí, ať už z vlastních zdrojů (Severočeské doly) nebo na základě dlouhodobých smluv s externími dodavateli.

Náběh zmodernizovaných tří bloků Prunéřova II do komerční výroby by měl probíhat od dubna do října letošního roku, postupný rozjezd výroby z nových Ledvic je plánován, jak uvádíme výše, do 2Q 2015. Očekáváme tak, že výroba elektřiny by se měla výrazněji zvyšovat v průběhu druhé poloviny letošního roku, když předpokládáme, že ve 3Q 2015 produkce převyší 16000 GWh a ve 4Q 2014 se přiblíží hranici 19000 GWh. Celkově tak letos predikujeme meziroční nárůst produkce elektřiny o cca 8,3 % na zhruba 68400 GWh, což podle našich odhadů může přinést do letošní EBITDA cca 3 mld. Kč.

**Letos dojde k částečnému narovnání podpory OZE v Rumunsku**

V letošním roce již očekáváme pozitivní obrat v regulačních podmínkách ovlivňujících podnikání ČEZu v rumunském segmentu výroby. Konkrétně na svůj větrný park Fantanele a Cogeaalac by měl ČEZ, a to zřejmě od července, opětovně dostávat celý jeden zelený certifikát. Přitom, když se na konci roku 2012 naplno rozjížděla výroba z tohoto větrného parku (jehož celkový instalovaný výkon činí 600 MW a řadí se mezi největší evropské pevninské větrné parky), tak měl ČEZ přislíbenou podporu ve formě dvou zelených certifikátů. Avšak již od poloviny roku 2013 společnost vlivem regulačních zásahů rumunských institucí přišla o jeden certifikát (konkrétně šlo o 2. certifikát, jehož přidělování bylo odloženo až do roku 2018). Následně od listopadu 2013 společnost přestala dostávat část 1. certifikátu na farmu Fantanele (jmenovitě se jedná o Fantanele Vest, jehož instalovaný výkon činí 263 MW) a od října 2014 byl společnosti odebrán 1. certifikát dokonce i na celou farmu Cogeaalac (253 MW). ČEZ tak od listopadu 2013 do října 2014 získával na svůj větrný park necelých 60 % prvního certifikátu a od října 2014 do současnosti společnost čerpá podporu pouze na Fantanele East (85 MW), což je zhruba 14 % prvního certifikátu.

Poměrně radikální omezení podpory obnovitelných zdrojů energie (OZE) negativně ovlivňovalo i tržní cenu zelených certifikátů, která se od roku 2013 do současnosti propadla o cca 45 % na 29,30 EUR. Kombinace postupného odebírání zelených certifikátů a snižování jejich ceny samozřejmě vedla ke snižování provozní ziskovosti rumunských větrných farem, resp. rumunského výrobního segmentu. Ještě v roce 2012 činil provozní zisk EBITDA 2,6 mld. Kč, rok na to klesl na 2,3 mld. Kč a v loňském roce byl zaznamenán zisk pouze ve výši 1,4 mld. Kč. V letošním roce již očekáváme stabilizaci, podle našich odhadů by se EBITDA z rumunské výroby mohla pohybovat v blízkosti loňských úrovní. Tržní cenu zeleného certifikátu sice ještě letos očekáváme meziročně nižší o cca 7 %, v první polovině letošního roku bude ještě negativně působit výše zmíněná téměř nulová podpora OZE, avšak od druhé poloviny roku je velmi reálné, že ČEZu bude opětovně navracena podpora ve formě 1. zeleného certifikátu (novela zákona o podpoře OZE byla v květnu schválena rumunským parlamentem a podepsal ji také prezident) a rovněž počítáme s meziročně vyšší produkcí elektřiny. Predikujeme, že rumunské větrné farmy letos meziročně navýší výrobu o zhruba 11 % na 1300 GWh, když loňská srovnávací základna byla relativně nízká zejména kvůli podprůměrným povětrnostním podmínkám.

**Bulharská distribuce: výraznější tlaky ze strany státních institucí letos nečekáme; tamní prostředí však stále vnímáme jako méně stabilní a předvídatelné oproti zemím ve střední a západní Evropě.**

### **Bulharský distribuční segment – příznivější vyhlídky do letošního roku díky absenci negativních cenových rozhodnutí**

Domníváme se, že mírně příznivější situace by se letos pro ČEZ mohla vyskytovat v další balkánské zemi, a to v Bulharsku. Zatímco v loňském roce musel ČEZ čelit dvojímu snížení tarifů pro koncové zákazníky (první přišlo začátkem roku a druhé v červenci), tak v roce 2015 nepředpokládáme takovýto negativní regulační zásah. Navíc v říjnu loňského roku došlo k určité kompenzaci, když bulharský regulátor naopak rozhodl o navýšení cen, což bude letos podporovat marže z distribuované elektřiny. Podle našich odhadů se tak letošní EBITDA z bulharské distribuce bude pohybovat v rozmezí 1,2 – 1,4 mld. Kč, což sice vychází mírně níže než loňských 1,5 mld. Kč, nicméně rok 2014 byl pozitivně ovlivněn jednorázovým rozpuštěním rezervy na soudní spory, což mělo pozitivní efekt do EBITDA ve výši 0,5 mld. Kč. Bez tohoto pozitivního vlivu by se loňská EBITDA z bulharské distribuce pohybovala blízko úrovně 1 mld. Kč.

Situace v Bulharsku byla v posledních letech sledována i z pohledu tlaku ze strany státních a regulačních institucí, jenž byl vyvíjen nejen na ČEZ, ale i na ostatní energetické společnosti se zahraničními vlastníky (jako EVN a Energo-Pro). Hrozba odebrání prodejní licence dceřiné společnosti ČEZ Elektro Bulgaria je podle našeho názoru již velmi nepravděpodobná. Řízení o odebrání licence bylo bulharským energetickým regulátorem (DKEVR) zahájeno na jaře loňského roku, a to na základě sporu mezi ČEZ a státní energetickou společností NEK týkající se podpory obnovitelných zdrojů energie. Od té doby však regulátor nevydal žádný závěr, jenž by indikoval odebrání licence, navíc podle vyjádření ČEZu došlo v roce 2014 k dohodě o zápočtu pohledávek mezi ČEZ a NEK, čímž by měl být spor uzavřen. Důvod pro odebrání licence tak podle našeho názoru pominul.

To, že zahraniční vlastníci distribučních společností (včetně ČEZu) jsou v Bulharsku pod drobnohledem, dokazují i řízení ze strany antimonopolního úřadu. Různá obvinění ze zneužití dominantního postavení na trhu probíhaly v loňském i letošním roce, což nakonec vyústilo v udělení pokut pro ČEZ ve výši cca 17 mil. Kč, resp. 7,8 mil. Kč. Tento objem pokut je však z hlediska celkové provozní ziskovosti bulharských aktiv jen marginální a nemá dopad na celkové ocenění společnosti. Na druhou stranu to ukazuje na skutečnost, že prostředí bulharské energetiky stále není úplně stabilní, standardní a předvídatelné. Energetický business je v Bulharsku stále silným politickým tématem (viz. např. velké protesty občanů kvůli údajným vysokým účtům za elektřinu z počátku roku 2013, což nakonec vedlo i k pádu tehdejší vlády) a do budoucna tak nelze vyloučit, že rozhodnutí státních institucí směrem k elektrárenským společnostem mohou být více či méně nepředvídatelná a pod vlivem politických tlaků.

### **EBITDA za rok 2015 – očekáváme meziroční pokles o 5 %**

Jaké lze tedy očekávat celkové letošní výsledky? Výnosy by se letos měly dostat pod úroveň 200 mld. Kč, konkrétně predikujeme meziroční pokles o téměř 3 % na 194,9 mld. Kč. Provozní zisk EBITDA za rok 2015 odhadujeme meziročně níže o 5 % na 68,9 mld. Kč. Po zohlednění odpisů (u kterých předpokládáme navýšení o zhruba 6 % y/y na úroveň kolem 29 mld. Kč, a to kvůli zařazení nových uhelných bloků v Ledvicích a Pruněřově do majetku) očekáváme provozní zisk EBIT ve výši 39,6 mld. Kč, což je oproti roku

**V letošním roce nevidíme zásadní důvody k zaúčtování výraznějších opravných položek k majetku.**

**Letošní cíl managementu ČEZu: oproti původnímu rozpočtovému plánu ušetřit 4,9 mld. Kč na stálých provozních nákladech.**

roku 2014 nárůst o 7,2 %. V loňském roce však ČEZ zaúčtoval do provozních nákladů mimořádné vlivy v podobě opravných položek k dlouhodobému majetku, což srazilo EBIT o 8 mld. Kč. Po očištění o tento účetní (nehotovostní) vliv vychází loňský EBIT na úrovni 45 mld. Kč. V tomto kontextu vychází námi predikovaný letošní EBIT níže, a to o 12 % y/y. Čistý zisk odhadujeme ve výši 26,1 mld. Kč, což je oproti loňskému očištěnému čistému zisku pokles o 11,5 % (neočištěný čistý zisk, tedy včetně výše zmíněných opravných položek, loni činil 22,4 mld. Kč).

V letošním roce nepředpokládáme zaúčtování výraznějších mimořádných odpisů, neboli opravných položek k majetku. ČEZ vykázal výrazné opravné položky v letech 2013, resp. 2014, a to ve výši 8,5 mld. Kč, resp. 8 mld. Kč. Téměř výhradně se tyto mimořádné odpisy týkaly bulharských distribučních aktiv, rumunských větrných parků a nové paroplynové elektrárny Počerady. Zhoršené regulační prostředí v jihovýchodní Evropě a nízké tržní ceny elektřiny se promítly do snížených výhledů budoucích peněžních toků z výše uvedených aktiv, a to společnost reflektovala v zaúčtování opravných položek. Pro letošek tak již nevidíme zásadní důvody pro tvorbu dalších výraznějších opravných položek, když, jak uvádíme výše, situace ohledně podpory rumunských větrných parků se částečně narovnává do původního stavu, v bulharské distribuci letos nečekáme taková negativní cenová rozhodnutí jako v loňském roce a u paroplynu v Počeradech po úvodním mimořádném odpisu ve výši 1,9 mld. Kč z roku 2013 aktuálně dochází již pouze k běžnému pravidelnému odepisování jako u ostatních dlouhodobých aktiv. Proto se domníváme, že náš odhad letošního čistého zisku 26,1 mld. Kč by se měl téměř shodovat (nebo by měl být totožný) s očištěným čistým ziskem.

Výše uvedené námi očekávané letošní výsledky hospodaření tak budou, jak jsme již zmínili, nejvíce negativně ovlivňovány poklesem prodejních cen elektřiny. Proti tomuto jedinému zásadnímu nepříznivému faktoru půjdou pozitivní vlivy v podobě předpokládaného nárůstu výroby a mírně příznivějších podmínek v jihovýchodní Evropě. Dále počítáme s tím, že výraznější pozitivní vliv do letošních výsledků budou mít rovněž managementem naplánovaná úsporná a optimalizační opatření. ČEZ logicky reaguje těmito opatřeními zejména na nepříznivý trend ve vývoji tržních cen elektřiny, resp. ve vývoji svých prodejních cen. Management ČEZu na počátku letošního roku oznámil, že rozpočet na rok 2015 předpokládá oproti loňskému plánu snížení stálých provozních nákladů o 4,9 mld. Kč a zvýšení marže z nových příležitostí a optimalizací o 1,5 mld. Kč. Je to podle našeho názoru poměrně ambiciózní plán a i díky němu management společnosti nastínil relativně silný výhled na letošní rok, když předpokládá EBITDu na úrovni 70 mld. Kč., zatímco tržní konsensy tehdy počítaly s EBITDA blíže k hranici 65 mld. Kč. Náš původní odhad se rovněž pohyboval kolem 65 mld. Kč, proto letošní výhled hospodaření hodnotíme pozitivně a upravili jsme naši projekci směrem nahoru na výše uvedených 68,9 mld. Kč. Plány týkající se úsporných a optimalizačních opatření vidíme sice jako ambiciózní (naplnění výhledu ve výši 70 mld. Kč bychom v kontextu našeho odhadu hodnotili pozitivně), nicméně do jisté míry jsou dle našeho názoru reálně naplnitelné, když předpokládáme, že na položkách jako jsou např. personální náklady, náklady na údržbu a spotřebu materiálu je ČEZ letos schopný oproti stavu vykázanému za rok 2014 v úhrnu ušetřit téměř 2 mld. Kč.



Pozitivní příspěvek do letošních výsledků hospodaření očekáváme také od nižších nákladů na nákup emisních povolenek pro výrobu elektřiny, když ČEZ se v minulých letech (2013, 2014) do určité míry předzásoboval, pro letošek tak zřejmě nebude muset realizovat tak velké nákupy. Předpokládáme tak, že objem nakoupených povolenek by měl být mírně nižší než loňských cca 13,6 mil. ks, což nám indikuje pozitivní efekt do letošní EBITDA kolem 0,5 mld. Kč.

### Výhled hospodaření ve střednědobém horizontu

**Tabulka č.4: Výhled hospodaření**

| mld. Kč     | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Výnosy      | 194,9 | 178,6 | 172,0 | 173,7 | 180,0 |
| EBITDA      | 68,9  | 65,6  | 64,1  | 64,7  | 66,3  |
| EBIT        | 39,6  | 36,6  | 35,3  | 35,6  | 36,9  |
| Čistý zisk* | 26,1  | 24,3  | 23,6  | 24,2  | 25,0  |

zdroj: odhady Fio; \*jedná se o očištěný čistý zisk

**V roce 2016 očekáváme obdobný pokles realizačních cen elektřiny jako v roce 2015.**

Klesající trend ve vývoji hospodaření se podle našich odhadů nezastaví ani v příštím roce, náznaky stabilizace tržeb a zisků vidíme až v roce 2017, resp. 2018. Hlavním výrazným negativním faktorem do výsledků za rok 2016 nadále zůstávají nízké realizační ceny elektřiny. Je totiž téměř jisté, že i v příštím roce bude ČEZ prodávat silovou elektřinu ze svých zdrojů za nižší cenu než letos. A tento pokles bude podle našich odhadů obdobně výrazný jako ten letošní, když na rok 2016 predikujeme realizační cenu kolem úrovně 34,50 EUR/MWh, což je meziročně níže o cca 11 %. Ke konci letošního dubna měla společnost na rok 2016 předprodáno téměř 75 % elektřiny za průměrnou cenu 35,50 EUR. Vzhledem k tomu, že tržní cena ročního kontraktu na německé burze se od začátku roku 2015 pohybuje v rozmezí 31,30 až 33 EUR a po zbytek roku nepředpokládáme výraznější odchýlení z tohoto koridoru, tak považujeme za velmi pravděpodobné, že se výše zmíněná cena 35,50 EUR nařadí k úrovním kolem 34,50 EUR.

Takovýto vývoj realizační ceny nám indikuje negativní dopad do provozního zisku EBITDA za rok 2016 kolem úrovně 6 mld. Kč, tedy velmi obdobný jako předpokládáme v roce 2015. Očekáváme tak, že i v roce 2016 bude muset ČEZ na tento negativní vývoj cen reagovat úspornými a optimalizačními opatřeními. Podle posledních zveřejněných informací společnost předpokládá, že oproti původnímu podnikatelskému plánu se podaří v roce 2016 ušetřit na stálých provozních nákladech mezi 4 – 5 mld. Kč. Snahu o realizování tohoto objemu úspor opět hodnotíme pozitivně. V meziročním srovnání odhadujeme pokles stálých provozních nákladů o zhruba 2 - 3 mld. Kč.

Pozitivní příspěvek do ziskovosti za rok 2016 očekáváme rovněž od produkce elektřiny. Nové Ledvice a zmodernizovaný Pruněšov II by již měly plně komerčně fungovat po celý rok 2016, což podle našich odhadů bude tlačit výrobu směrem k hranici 70000 GWh, meziročně výše o zhruba 2 %. Hlavní pozitivní efekt ze strany těchto nových, resp. zmodernizovaných uhelných bloků očekáváme již letos, nicméně i v roce 2016 predikujeme

**Počerady budou přispívat do ziskovosti ČEZu i nadále, první termín opce na jejich prodej nebyl využit.**

jejich solidní příspěvek do EBITDA, a to kolem 1 mld. Kč.

### **Elektrárna Počerady zůstává ve výrobním portfoliu ČEZ**

Na základě rozhodnutí managementu z letošního května bude i v příštích letech uhelná elektrárna Počerady součástí výrobního portfolia společnosti. Součástí smlouvy o dlouhodobých dodávkách uhlí pro tuto elektrárnu mezi ČEZem a Vršanskou uhelnou (ze skupiny Czech Coal), jež byla podepsána v roce 2013, byla i opce na prodej elektrárny do rukou Vršanské uhelné. Jinými slovy na základě smlouvy byly stanoveny dva termíny, do kdy se ČEZ může rozhodovat o prodeji. Prvním termínem byl rok 2016 a druhým je rok 2024. Rozhodnutí zatím neprodat tedy padlo již letos v květnu a hodnotíme ho pozitivně. ČEZ by sice za prodej elektrárny inkasoval kolem 8 mld. Kč, avšak v současné době jsou Počerady jedním z nejvytíženějších a nejrentabilnějších uhelných zdrojů společnosti a nebylo by podle našeho názoru hospodárné se takového výrobního zdroje zbavovat. Příspěvek elektrárny (jejíž roční výroba se pohybuje kolem 6000 GWh) do ziskovosti ČEZu je totiž výrazný, když odhadujeme její letošní provozní zisk kolem 2,3 mld. Kč. V roce 2016 její ziskovost zřejmě klesne, v souladu s poklesem realizační ceny elektřiny, pod 2 mld. Kč, nicméně i tak je to solidní příspěvek do hospodaření celé společnosti.

Dalším důvodem ponechání si tohoto zdroje v portfoliu je podle našeho názoru skutečnost, že Počerady v nejbližších cca pěti letech nebudou potřebovat žádnou výraznější modernizaci, která by vyžadovala CAPEX kolem 20 mld. Kč. Domníváme se, že komplexnější modernizaci budou Počerady potřebovat až po roce 2020. Pravděpodobně kolem let 2019, 2020 tak ze strany managementu ČEZ přijde na řadu další rozhodování, zda využít či nevyužít opci na prodej Počerad společnosti Vršanské uhelné. V případě, že se ČEZ nerozhodne pro komplexnější modernizaci Počerad, která by prodloužila životnost elektrárny o další desítky let (elektrárna má díky dlouhodobému kontraktu zajištěny dodávky uhlí od Vršanské uhelné až do roku 2062, tedy do vyuhlení dolu Vršany), pak podle našeho názoru roste pravděpodobnost prodeje elektrárny. Prodejní cena by pak byla logicky nižší než v případě výše zmíněných 8 mld. Kč, jelikož nový majitel by musel vynaložit cca 20 mld. Kč na modernizaci. Podle aktuální výroční zprávy ČEZu je případné peněžní plnění při eventuálním využití druhého termínu opce stanoveno ve výši 2 mld. Kč.

I přes výše zmíněné pozitivní vlivy odhadujeme, že faktor poklesu realizačních (prodejních) cen elektřiny bude v roce 2016 natolik zásadní, že v celkovém kontextu zapříčiní meziroční pokles výsledků na všech úrovních hospodaření. V roce 2016 tak očekáváme meziroční snížení výnosů o zhruba 8 % na úrovni kolem 180 mld. Kč. Na úrovni EBITDA předpokládáme méně výrazný pokles, když nižší ceny elektřiny by měly být tlumeny snahami o úspory a rovněž nárůstem výroby. Pozitivní příspěvek plynoucí z vyšší výroby však již nepředpokládáme tak výrazný jako v roce 2015 a dále pro příští rok odhadujeme meziroční nárůst v pořizovacích nákladech na emisní povolenky, když objem povolenek získávaných zdarma od roku 2013 lineárně klesá a v roce 2020 by se měl, dle schváleného alokačního mechanismu, dostat k nule. Letos sice ČEZ, jak uvádíme výše, předpokládá nižší náklady na nákup emisních povolenek, ale to je podle našeho názoru spíše jednorázový vliv daný zejména předzásobením z minulých let, který se v roce 2016 zřejmě opakovat nebude a náklady na

**Tabulka č.5: Předchozí výhled zisků**

| mld. Kč    | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------|------|------|------|------|
| EBITDA     | 65,5 | 61,9 | 61,0 | 62,4 |
| EBIT       | 36,9 | 34,1 | 33,1 | 33,8 |
| Čistý zisk | 24,6 | 22,5 | 22,3 | 22,8 |

zdroj: odhady Fio

**Tabulka č.6: Aktuální výhled zisků**

| mld. Kč    | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------|------|------|------|------|------|
| EBITDA     | 68,9 | 65,6 | 64,1 | 64,7 | 66,3 |
| EBIT       | 39,6 | 36,6 | 35,3 | 35,6 | 36,9 |
| Čistý zisk | 26,1 | 24,3 | 23,6 | 24,2 | 25,0 |

zdroj: odhady Fio

emisní povolenky tak porostou. Do vyšších nákladů by se měl projevit nejen vyšší objem nakupovaných povolenek, ale také jejich vyšší cena, která od jarních měsíců roku 2014 vykazuje mírný rostoucí trend.

Provozní zisk EBITDA tak za rok 2016 prognózujeme o 4,8 % y/y nižší, na úrovni 65,6 mld. Kč a provozní zisk EBIT očekáváme meziročně níže o 7,5 % na hladině 36,6 mld. Kč. Očištěný čistý zisk pak v příštím roce podle našich odhadů klesne o téměř 7 % y/y na 24,3 mld. Kč. Oproti naší předchozí analýze se však jedná o příznivější výhled ziskovosti na rok 2016, když původně jsme předpokládali EBITDA ve výši 62 mld. Kč a čistý zisk kolem hladiny 22,5 mld. Kč. Do našich prognóz jsme tak nově promítlí výraznější snahu ČEZu o úsporná a optimalizační opatření. Jak uvádíme výše, ČEZ investory v letošním roce pozitivně překvapil svým plánem snižovat provozní náklady, a to byl hlavní impuls pro navýšení naší prognózy zisků pro nejbližší roky (viz. tabulky č.5 a č.6).

### **Náš předpoklad stabilizace ziskovosti ve střednědobém horizontu nadále zůstává**

Stejně jako v naší předchozí analýze se domníváme, že od roku 2017 se hospodaření ČEZu výrazněji zastabilizuje, resp. v roce 2017 již neočekáváme výraznější meziroční negativní změny a od roku 2018 prognózujeme buď stabilní či mírně rostoucí trend. O tom, zda se naše prognózy budou naplňovat, do značné míry rozhodne vývoj tržních cen elektřiny. Bude velmi záležet na tom, zda tržní ceny elektřiny již aktuálně nalezly své dno, resp. do jaké míry se budou lišit ceny realizované ČEZem v letech 2017, 2018 a dále od ceny realizované v roce 2016.

### **Vznik tržní stabilizační rezervy na emisní povolenky má potenciál zastabilizovat ceny elektřiny**

Začátkem letošního května byla na půdě EU, konkrétně mezi zástupci členských států EU a zástupci Evropského parlamentu, dohodnuta zásadnější reforma systému obchodování s emisními povolenkami (systém EU – ETS). Jedná se o vznik tržní stabilizační rezervy na emisní povolenky, která by měla začít fungovat od roku 2019. Systém EU – ETS dlouhodobě trpí přebytkem emisních povolenek, podle tržních odhadů činí kolem 2 mld. ks. Tento přebytek vznikl hlavně kvůli výraznějšímu ekonomickému poklesu evropských ekonomik v roce 2009 a rovněž recese z období 2012 – 2013 nepomohla. Průmyslová produkce, potažmo i emise v těchto obdobích klesaly a tím pádem propadala i poptávka po emisních povolenkách, což pak vyústilo v razantní pokles jejich cen (z cen okolo 20 EUR z roku 2010 propadly až ke 3 EUR vykázaných v první polovině roku 2013).

Tržní stabilizační rezerva (MSR) by tak měla napomoci k postupnému dosažení rovnováhy mezi nabídkou a poptávkou, tedy korigovat nadbytek emisních povolenek na trhu a tím tak podporovat jejich cenu a potažmo i stabilizovat (podporovat) tržní ceny elektřiny. Podle dosažené dohody by mělo v budoucnu docházet k postupnému stahování povolenek z aukcí, a to do té doby dokud přebytek nepoklesne pod 830 mil. ks. MSR by měla být flexibilní, a to v tom smyslu, že bude fungovat i z druhé strany, tzn., že pokud bude naopak vznikat nedostatek na trhu (konkrétně klesne-li přebytek povolenek pod hranici 400 mil. ks), tak povolenky budou ze stabilizační

**Vznik tržní stabilizační rezervy výrazněji zredukuje přebytek na trhu s emisními povolenkami a přispěje k obnovení funkčnosti systému obchodování s povolenkami.**

**Tabulka č.7: Výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh)**

| rok  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------|------|------|------|------|
| cena | 44,0 | 38,8 | 34,7 | 33,5 | 33,8 |

zdroj: odhady Fio, rok 2014: skutečnost

rezervy uvolňovány zpět do trhu. Tento mechanismus by tak měl lépe reflektovat makroekonomický vývoj. Podstatným prvkem tržní stabilizační rezervy je rovněž to, že do ní bude přesunuto 900 mil. ks povolenek, jenž jsou postupně stahovány z trhu prostřednictvím tzv. backloadingu. Ten začal v roce 2014, kdy bylo staženo z trhu (z aukcí) cca 400 mil. povolenek a pokračuje ještě letos a v příštím roce, kdy by mělo dojít k omezení nabídky o zbylých 500 mil. ks. Tyto backloadované povolenky měly být podle původních předpokladů po roce 2016 navraceny zpět do aukcí, což by pravděpodobně opět vytvářelo tlak na vznik výraznějšího přebytku. Právě díky dohodě o vzniku MSR k tomu ale nedojde, přesunou se do rezervy a neměly by být uvolněny dříve než v roce 2020.

Začátek fungování MSR od začátku roku 2019 je kompromisním řešením, když státy jako např. Německo a Velká Británie usilovaly o vznik již od roku 2017 a naopak státy, mezi které se řadilo např. Polsko, Rumunsko či Finsko prosazovaly rok 2021. K finálnímu plenárnímu hlasování europoslanců na téma vzniku MSR by mělo dojít letos v červenci, vzhledem k již dosažené dohodě ze začátku letošního května neočekáváme problémy se schválením.

Tržní stabilizační rezerva by tak měla vést k obnovení funkčnosti systému obchodování s emisními povolenkami. To je pozitivní zpráva pro energetické společnosti, které již v minulosti postupně investovali značné finanční prostředky do modernizace výrobních zdrojů či přímo do nových výrobních zdrojů, které jsou pak méně náročné na emise. Mezi tyto společnosti řadíme i ČEZ, který navíc vyrábí téměř 50 % elektřiny z bezemisního jádra a s jádrem nadále počítá i ve svých dlouhodobých plánech (alespoň do takové míry, že stávající dva bloky Temelína by měly být v provozu cca do roku 2050 (uvažujeme životnost jaderné elektrárny okolo padesáti let) a dále management ČEZu bude usilovat o prodloužení licence na provoz Dukovan o dalších dvacet let, tedy k horizontu roku 2035). ČEZ má tedy zájem na tom, aby se ceny emisních povolenek postupně dále zotavovaly a vytvářely podporu pro ceny elektřiny.

Zavedení MSR hodnotíme, narozdíl od loňského schválení backloadingu, jako razantnější zásah do systému obchodování s emisními povolenkami a podle našeho názoru by mělo být ve střednědobém horizontu hlavním katalyzátorem pro stabilizaci či mírný růst tržních cen elektřiny. Nedomníváme se, že by se cena elektřiny měla v horizontu cca dvou let dostat někde do rozmezí 35 – 40 EUR/MWh. Přeci jen tržní stabilizační rezerva vzniká až v roce 2019, a to je ještě příliš daleko na to, aby již v kratším horizontu přinesla nějaký výraznější impuls do cen elektřiny. Domníváme se však, že existuje větší pravděpodobnost, že ceny elektřiny již aktuálně našly své dno, než že bude následovat další pokles. Dohoda o vzniku MSR v kombinaci se stále probíhajícím backloadingem tak podle našeho názoru bude vytvářet prostor v horizontu dvou – tří let pro alespoň mírný růst cen emisních povolenek, a to by mělo mít stabilizační až mírně progresivní efekt do cen elektřiny.

Do konce roku 2015 odhadujeme posun ceny emisní povolenky z aktuálních 7,50 EUR k hranici 8 EUR a následně v roce 2016 vzestup k úrovní kolem 9 EUR. Jak se to může projevit do ceny elektřiny, kterou bude ČEZ realizovat v roce 2017? Aktuálně má společnost na rok 2017 předprodáno



**Po slabých letech 2012 a 2013  
vykázaly evropské ekonomiky  
v loňském roce slušné růsty.  
Prognózy vyznívají optimisticky i  
pro letošní a příští rok.**

zhruba 40 % elektřiny za průměrnou cenu cca 34 EUR. Vzhledem k aktuálnímu vývoji tržních cen bude finální cena pravděpodobně nižší. Pokud zůstane kontrakt na rok 2017 poblíž aktuálních 31,10 EUR, pak ČEZ bude v roce 2017 prodávat za ceny blízko 32 EUR. To je spíše ten pesimističtější scénář. Námi očekávaný mírný posun v cenách emisních povolenek však podle našich odhadů může cenu elektřiny mírně podpořit s tím, že po zbytek letošního roku bude ČEZ doprodávat za ceny 31,50 – 32 EUR a v roce 2016 doprodá zbylých cca 30 % své kapacity za ceny kolem 33 EUR. Tento lehce optimističtější scénář, k němuž se přikláníme, indikuje průměrnou realizační cenu v roce 2017 poblíž 33 EUR/MWh.

Na rok 2018 má aktuálně ČEZ předprodáno podle našich odhadů kolem 20 % své kapacity, a to za průměrnou cenu kolem 36 EUR. Podle našich predikcí by se finální realizační cena v roce 2018 mohla pohybovat kolem hranice 33,50 EUR, tedy na obdobných úrovních jako v roce 2017. Pro rok 2019 predikujeme prodejní cenu v rozmezí 34 – 35 EUR/MWh. Takováto střednědobá predikce realizačních cen elektřiny nám indikuje, že od roku 2017 by se EBITDA mohla pohybovat v rozmezí 64 – 66 mld. Kč a očištěné čisté zisky v intervalu 23,5 – 25 mld. Kč, tedy obdobná úroveň zisků jakou očekáváme v roce 2016.

#### **Makroekonomický vývoj: evropská ekonomika roste – pozitivní impuls pro spotřebu elektřiny**

Makroekonomická situace se v Evropě zlepšuje, což hodnotíme jako pozitivní signál pro budoucí vývoj spotřeby elektřiny. Po krizových letech 2012 a 2013, kdy ekonomika eurozóny klesala o 0,6 %, resp. 0,5 %, přišel v loňském roce 0,9% růst. A výhledy světových i evropských institucí na letošní i příští rok jsou pozitivní. Makroekonomická prognóza Evropské centrální banky (ECB) očekává pro letošní rok zrychlení tempa růstu HDP eurozóny na 1,5 % a v roce 2016 předpokládá další zlepšení, a to na 1,9 %. Prakticky shodný růst eurozóny prognózuje Evropská komise. Mezinárodní měnový fond (MMF) letos i příští rok očekává tempo růstu HDP eurozóny poblíž 1,5 %. Mezi hlavní faktory, které by měly pozitivně ovlivňovat evropské hospodářství, patří zejména meziročně nižší ceny ropy (tento pozitivní nákladový šok působí pozitivně na kupní sílu domácností, což podporuje soukromou spotřebu), dále pak slabé euro, což má pozitivní dopad na evropské exportéry, to pak podporuje investice firem a vytváří to prostor pro zvyšování zaměstnanosti. Významným prorůstovým faktorem by měla být i aktuálně silně expanzivní měnová politika ECB, která v březnu letošního roku započala kvantitativní uvolňování, tedy začala s pravidelnými nákupy vládních dluhopisů zemí eurozóny s cílem podpořit inflaci, potažmo hospodářský růst.

Po dvou letech nevýrazných růstů se v loňském roce začalo dařit německé ekonomice a ta tak byla hlavním motorem evropského hospodářství. Německý HDP v roce 2014 vzrostl o slušných 1,6 % a výrazně tak zrychlil tempo růstu z předloňských 0,1 %. A to i přesto, že ukrajinská krize a následné sankce mezi Evropou a Ruskem, vedly k prudkému poklesu německého exportu do Ruska. Jedním z hlavních tahounů německé ekonomiky v loňském roce byla domácí poptávka a nejinak by tomu mělo být i v roce letošním. Podle predikcí ekonomického institutu Ifo nebo německé

**Česká ekonomika by letos i příští rok měla vykázat slušná tempa růstu. Tahounem zůstane průmysl.**

**Na ekonomický růst by měla pozitivně reagovat spotřeba elektřiny.**

vlády by měla nejvyspělejší evropská ekonomika i v roce 2015 pokračovat v solidním výkonu, když se očekává cca 1,5% růst.

Jako malá otevřená ekonomika těží z tohoto zahraničního vývoje rovněž Česká republika. Po dvouleté recesi, kdy v letech 2012 a 2013 tuzemské HDP klesalo o 0,8 %, resp. 0,9 %, došlo v loňském roce k obratu a české hospodářství vykázalo 2% růst. Hlavním motorem loňského růstu ekonomiky byl zahraniční obchod, jenž vytvořil rekordní přebytek ve výši 157 mld. Kč, což bylo meziroční zlepšení o zhruba 50 %. Exporty byly taženy zejména silnými výsledky tuzemských automobilek, které těžily z oživení evropského automobilového trhu. V závěru roku však k růstu výrazněji přispívala rovněž domácí poptávka, když spotřeba domácností ve 4Q 2014 rostla o 2 % y/y, investice firem stouply o 4,3 % y/y a vládní spotřeba se zvýšila o 4,2 % y/y. Jak již napovídala výše uvedená zmínka o exportech, na straně nabídky se na růstu nejvíce podílel zpracovatelský průmysl, když se velmi dobře vyvíjel nejen automobilový průmysl, ale např. i strojírenství. Průmysl jako celek loni vzrostl o necelých 5 % a zatím to vypadá tak, že bude hlavním motorem růstu tuzemské ekonomiky i v roce 2015, když produkce od začátku roku roste v průměru o cca 4,5 %, nové zakázky vykazují kladná tempa růstu a pozitivním směrem se vyvíjejí i předstihové indikátory v podobě indexu PMI. Rostoucí průmysl vytváří nová pracovní místa, klesá nezaměstnanost, to podporuje příjmy domácností (ty jsou navíc podpořené stále nízkou inflací, když se příznivě projevuje loňský výrazný pokles cen ropy), a to vytváří prostor pro to, aby i v letošním roce byl příspěvek spotřeby domácností do růstu HDP kladný.

Vyhlídky na vývoj české ekonomiky jsou tak stále poměrně optimistické, když např. ČNB letos očekává zrychlení tempa růstu HDP na 2,6 % a v roce 2016 dokonce na 3,2 %. Predikce Ministerstva financí hovoří o letošním růstu ve výši 2,7 % a pro rok 2016 předpokládá 2,5% růst. Zahraniční instituce rovněž předpovídají tuzemské ekonomice solidní výkon, když např. Evropská komise pro letošek prognózuje 2,5% růst, Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD) dokonce letos očekává 3,1% růst tuzemského HDP a v příštím roce prognózuje 2,5% nárůst.

Takovýto očekávaný vývoj ekonomiky by měl podle našeho názoru vytvářet podmínky pro růst poptávky (spotřeby) po elektřině. Z historických časových řad je patrné, že mezi ekonomickým růstem a poptávkou po elektřině existuje pozitivní korelace. Srovnáme-li mezi sebou vývoj tuzemského HDP a tuzemské poptávky po elektřině, pak za posledních deset let poptávka po elektřině zaostává za růstem ekonomiky v průměru o cca 1,7 procentního bodu. Vzhledem k výše uvedenému očekávanému makroekonomickému vývoji se tak domníváme, že po třech letech stagnace by tuzemská poptávka po elektřině mohla letos a v příštím roce vykázat tempa růstu okolo jednoho procenta. První pozitivní indikaci poskytl 1Q 2015, ve kterém spotřeba elektřiny meziročně vzrostla o 3 %. Růst byl tažen zejména velkoodběrateli, jinými slovy dobrá výkonnost průmyslu podpořila poptávku po elektřině. Na druhou stranu je třeba říci, že loňský první kvartál představoval relativně slabou srovnávací základnu, když spotřeba elektřiny klesala, a to zejména kvůli mimořádně teplé zimě. Námi předpokládaný mírný růst poptávky po elektřině by měl být, vedle výše zmíněného vzniku tržní stabilizační rezervy na emisní povolenky, dalším stabilizačním (podpůrným) faktorem pro budoucí vývoj tržních cen elektřiny.

**Rizikem pro ceny elektřiny nadále zůstává nejistý vývoj na trhu s uhlím.**

### **Ceny energetického uhlí stále pod tlakem – riziko pro ceny elektřiny**

Naopak jedno z hlavních rizik pro budoucí vývoj cen elektřiny spatřujeme ve vývoji cen černého energetického uhlí. Po loňském dvacetiprocentním poklesu referenční ceny pro evropský trh (uhlí ARA) se sice v letošních jarních měsících cena relativně stabilizovala do rozmezí 56 – 59 USD/t, nicméně stále, přinejmenším ve středoevropském regionu, je situace na trhu s energetickým uhlím napjatá, když i v letošním roce je patrný převis nabídky nad poptávkou. Např. tuzemskému těžaři NWR v 1Q 2015 vzrostly zásoby uhlí na skladech meziročně o 26 % na téměř 900 tis. tun a většinu z nich tvořilo energetické uhlí. Přitom optimální stav zásob této společnosti by se měl podle našich odhadů pohybovat v rozmezí 400 – 500 tis. tun. Jak jsme uvedli výše, NWR má na letošní rok se svými odběrateli nasmlouvanou cenu 52 EUR/t, nicméně přebytké zásoby energetického uhlí bude muset zřejmě prodávat za diskontní ceny. Tlak na ceny uhlí je rovněž patrný na polském trhu. Někteří manažeři polských těžařů se vyjadřují v tom smyslu, že v nadcházejících měsících zatím nevidí obrát na trhu s energetickým uhlím a pro příští rok existují rizika dalšího poklesu. Do existenčních problémů se v průběhu loňského roku dostal největší polský těžař (a vůbec jeden z největších těžařů černého uhlí v Evropě), státní společnost Kompania Weglowa. V této společnosti probíhá restrukturalizace a v rámci maximálních snah o udržení odbytu a zachování přílivu cash flow dochází k prodejům za diskontní ceny, což dostává ceny uhlí na polském trhu pod tlak.

V letošním a příštím roce to tak zatím nevypadá na výraznější obrát v cenách evropského černého energetického uhlí, naopak existují rizika, že zůstane na nynějších nízkých úrovních či dokonce ještě mírně poklesne. A to je faktor, který může do značné míry brzdit tržní ceny elektřiny v tom, aby se v nadcházejících měsících postupně odrážely od svých minim.

Na druhou stranu po tak silném downtrendu referenční ceny ARA, jenž započal v roce 2011 a defacto trval až do konce roku 2014 se nedomníváme, že existuje prostor pro další výraznější korekci. Při aktuálních nízkých cenách energetického uhlí se dostávají středoevropští těžaři na hranu ziskovosti (někteří jsou ve ztrátách, jako např. NWR), a to naznačuje, že prostor pro další výrazný propad v cenách uhlí zřejmě není.

### **I přes pokles ziskovosti ČEZ zůstává atraktivním dividendovým titulem**

Již v naší loňské analýze jsme predikovali, že ČEZ má potenciál, i přes pokles ziskovosti, v budoucích letech investorům stále nabízet atraktivní dividendovou politiku a že by jeho hotovostní pozice měla být natolik příznivá, že dividendový výplatní poměr by mohl přesahovat 70 %. Tento předpoklad se do značné míry naplnil, když management společnosti letos v květnu oznámil navýšení dividendového výplatního poměru z původního rozmezí 50 – 60 % na 60 – 80 % očištěného čistého zisku. Zároveň management oznámil vyplacení dividendy z očištěného čistého zisku roku 2014 ve výši 40 Kč (vyplacena bude letos v srpnu), což bylo v souladu s naším očekáváním. ČEZ tak, i přes pokles zisků, drží třetí rok v řadě dividendu na úrovni 40 Kč a domníváme se, že existuje reálná šance udržet obdobnou výši dividendy i v příštím roce.

**Tabulka č.8: Výhled dividend 2016 – 2019:  
80% dividendový výplatní poměr**

| 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|------|------|------|
| 39,0 | 36,4 | 35,4 | 36,2 |

zdroj: odhady Fio

**Tabulka č.9: Výhled dividend 2016 – 2019:  
75% dividendový výplatní poměr**

| 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|------|------|------|
| 36,6 | 34,1 | 33,2 | 34,0 |

zdroj: odhady Fio

**Tabulka č.10: Výhled dividend 2016 –  
2019: 65% dividendový výplatní poměr**

| 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|------|------|------|
| 31,7 | 29,5 | 28,7 | 29,4 |

zdroj: odhady Fio

Za předpokladu, že ČEZ letos či v příštím roce neuskuteční větší akvizici, jejíž objem by se pohyboval v řádu desítek miliard korun, tak by z hlediska hotovostní pozice podle našich odhadů neměl být problém v příštím roce realizovat 80% výplatní poměr, což by právě indikovalo dividendu blízko 40 Kč.

Hotovostní pozice je navíc posílena vyhraným soudním sporem, na základě kterého letos ČEZ od Správy železniční dopravní cesty (SŽDC) obdržel 1,1 mld. Kč. Jedná se o ušlý zisk, který vznikl ČEZu tím, že si SŽDC v roce 2010 objednala, ale již následně neodebrala předem sjednaný objem elektřiny. Obdobnému sporu SŽDC čelí i za rok 2011, ve hře je tak další cca 1 mld. Kč, kterou by ČEZ mohl obdržet. Dále je třeba zmínit možnost získat zpět cca 5,3 mld. Kč, které ČEZ v letech 2011 a 2012 zaplatil na darovací dani z emisních povolenek. Letos v únoru totiž Soudní dvůr EU rozhodl, že tato daň je v rozporu s unijním právem. Domníváme se, že české soudy se pravděpodobně budou muset tímto rozsudkem řídit a existuje tak reálná šance na navrácení peněz. Tyto výše zmíněné mimořádné (ať již uskutečněné nebo potenciálně uskutečnitelné) přílivy finančních prostředků jsou silným podpůrným faktorem pro naši tezi, že i v příštím roce může ČEZ udržet stabilní dividendu.

S ohledem na ukončení rozsáhlého investičního programu, který v sobě zahrnoval zejména komplexní obnovu uhelných elektráren Tušimice a Prunéřov II a výstavbu nových zdrojů v podobě paroplynové elektrárny Počerady a uhelné elektrárny Ledvice a s tím související výraznější snížení CAPEX a tedy uvolnění hotovosti, se ČEZ začal poohlížet po případných akvizičních příležitostech. Realita je ovšem taková, že v nejbližších měsících to podle našeho názoru nevypadá na realizaci nějaké větší akvizice. Nákup 66% podílu ve slovenské energetické společnosti Slovenské elektrárne (SE) od italského Enelu padnul poté, co si management ČEZu nakonec vyhodnotil, že vstup do této společnosti by za aktuální situace přinášel větší rizika než příležitosti. Největší riziko totiž představovaly nedostavěné dva bloky jaderné elektrárny Mochovce. ČEZ v souvislosti s dostavbou Mochovců usiloval o získání určitých garancí ze strany slovenské vlády (slovenský stát drží v SE 33% podíl). Společnou řeč na téma Mochovce se však se slovenskými vládními představiteli nakonec najít nepodařilo. Slovenská vláda navíc začala uplatňovat spíše oportunitní postoj k celé transakci, tedy naznačovala, že bude případně blokovat prodej 66% podílu Enelu a indikovala zájem navýšit svůj 33% podíl v SE. Situace kolem Mochovců a nejasný postoj slovenské vlády nakonec ČEZ od této akvizice odradil a letos v květnu nepodal závaznou nabídku společnosti Enel.

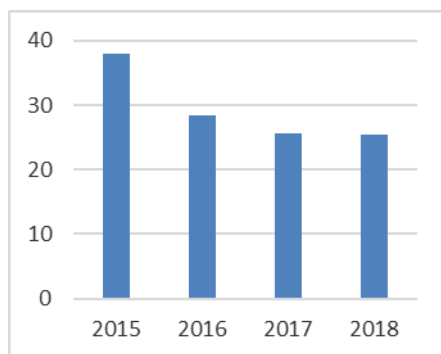
Dalším možným akvizičním cílem, o němž se hovořilo již v minulém roce, jsou německá aktiva švédské státní energetické firmy Vattenfall. Tato společnost již delší dobu indikuje, že hodlá nabídnout k prodeji hnědouhelné elektrárny o celkové instalované kapacitě cca 8000 MW, pět hnědouhelných dolů a rovněž vodní elektrárny o výkonu cca 3000 MW. To jsou aktiva, která by vzhledem k současnému výrobnímu portfoliu, zapadala do obchodního modelu ČEZu.

Proces prodeje však zatím ani nezačal (je naplánován na podzim 2015) a navíc velkou potenciální komplikací případného prodeje uhelných aktiv jsou úvahy německých politiků o zavedení speciální daně na uhelné elektrárny



**I pro příští rok vidíme jako reálné udržení stabilní dividendy blízko úrovně 40 Kč na akcii.**

Graf č.3: Výhled CAPEX (mld. Kč)



zdroj: odhady Fio

starší dvaceti let. Jelikož Vattenfall vyrábí zhruba 80 % elektřiny z hnědohelných elektráren, tak případné zavedení daně by se výrazněji dotklo této společnosti. Návrh z dílny německého ministra hospodářství Sigmara Gabriela je aplikovat na starší uhelné elektrárny daň ve výši 18 – 20 EUR za každou tunu vypuštěných emisí CO<sub>2</sub> nad stanovený limit. Limity jsou odstupňovány stářím elektrárny. Např. elektrárna, jejíž stáří je 21 let, má stanoven limit 7 mil. tun emisí ročně na 1000 MW instalovaného výkonu, a to co vypustí navíc, bude tedy zdaněno. A např. u čtyřicetileté elektrárny pak roční limit činí 3 mil. tun emisí. Návrh zdanění se setkal se značnou nevolí jak mezi jednotlivými německými energetickými společnostmi (včetně Vattenfallu), tak mezi odbory, zaměstnanci. Ministerstvo hospodářství následně nabídlo méně radikální návrh, když původní plán počítal se snížením emisí z uhelných elektráren o 22 mil. tun, zatímco nový návrh počítá se snížením o 16 mil. tun CO<sub>2</sub>. Stále však není nic rozhodnuto, a to podle našeho názoru bude komplikovat a prodlužovat proces případného prodeje. Nejasná je tak zatím i předpokládaná hodnota prodáváného majetku. Některé tržní odhady hovoří o 3,5 mld. EUR (téměř 100 mld. Kč), ovšem pokud by nakonec bylo zdanění německých uhelných elektráren schváleno, pak by zřejmě byla cena prodáváných aktiv rapidně nižší.

ČEZ oznámil, že celou situaci kolem Vattenfallu (včetně problematiky potenciálního zdanění uhelných elektráren) analyzuje a sleduje. Pokud se ČEZ rozhodne podat nabídku na některá nabízená aktiva, tak očekáváme složitý a zdoluhavý proces vyjednávání, když ČEZ bude muset jednat nejen s managementem Vattenfallu, ale i se švédskou vládou (Vattenfall je ze 100 % vlastněn švédským státem). I s ohledem na zatím nedorozhodnutou otázku zdanění německých uhelných elektráren tak neočekáváme, že proces prodeje bude ukončen ještě v letošním roce. Spíše předpokládáme, že tato otázka se bude řešit i v průběhu příštího roku. Aktuálně je tak velmi obtížné předjímat, zda ČEZ nakonec podá nabídku na některá z nabízených aktiv a pokud ano, tak zda nabídka uspěje mezi případnými ostatními zájemci.

S ohledem na výše uvedené skutečnosti se tak domníváme, že je reálné, aby ČEZ udržel stabilní dividendu, tedy v blízkosti 40 Kč na akcii, i v příštím roce. To je vzhledem k aktuální tržní ceně akcie velmi atraktivní dividendový výnos kolem 7 %. I pokud čtyřicetikorunovou dividendu vztáhneme k naší cílové ceně 675 Kč, tak to indikuje solidní dividendový výnos kolem 6 %.

Dividendě ve výši 40 Kč vyplacené v roce 2016 z očištěného čistého zisku 2015 rovněž nahrává očekávaná úroveň investičních výdajů (CAPEX). Po letošních plánovaných CAPEX ve výši 38 mld. Kč (původně ČEZ na letošek indikoval CAPEX kolem 31,5 mld. Kč, nakonec byla do letošního rozpočtu přesunuta část výdajů související zejména s dostavbou Ledvic a modernizací Pruněřova II) totiž společnost v příštím roce očekává jejich výraznější pokles, a to k úrovni 28,4 mld. Kč. Toto očekávané snížení souvisí zejména, jak jsme již uvedli výše (a jak jsme komentovali již v naší předchozí loňské analýze), s ukončením rozsáhlého investičního programu na modernizaci uhelných zdrojů.

S absencí výraznějších rozvojových CAPEX se počítá i pro střednědobý horizont, tedy pro roky 2017 – 2019. Pro toto období ČEZ předpokládá s ročním objemem investičních výdajů kolem 26 mld. Kč. S tímto výhledem se

**Národní akční plán jaderné energetiky podle našich odhadů ve střednědobém horizontu výrazně nenavýší CAPEX a neohrozí tak dividendový potenciál společnosti.**

ztotožňujeme a považujeme ho za realistický. Vedle letošního ukončení modernizace uhelných zdrojů se do střednědobého výhledu CAPEX výrazněji promítlo i loňské zrušení tendru na dostavbu Temelína. To je samozřejmě známá skutečnost a jen připomínáme, že zastavení tendru (jenž by pro ČEZ za současné situace nízkých cen elektřiny znamenal více rizik než pozitiv) znamená pro ČEZ v období 2015 – 2018 úsporu v CAPEX kolem 19 mld. Kč.

V souladu s nedávno schváleným Národním akčním plánem jaderné energetiky, který počítá s novým jaderným blokem v Dukovanech kolem roku 2037 a následně s dalším blokem v Temelíně, ČEZ nadále pracuje na dlouhodobých projektech výstavby nových jaderných bloků. Tento národní plán však prozatím nabízí pouze jakýsi dlouhodobý rámec, v rámci kterého zatím není vyřešena otázka budoucího financování stavby (tedy kdo stavbu nakonec postaví – jedna z variant hovoří o tom, že by nové bloky nestavěl ČEZ, ale k tomu účelu vzniklý státní podnik) a budoucích státních garancí.

Pokud plán počítá se spuštěním nového bloku v Dukovanech kolem roku 2037, pak se domníváme, že se stavbou by se mělo začít kolem roku 2025. I kdyby se v horizontu jednoho či dvou let tento národní plán postupně konkretizoval a ČEZ by musel více zintenzivnit své přípravné práce na výstavbu nových jaderných bloků, tak se nedomníváme, že to v horizontu let 2016 – 2019 nějakým výrazným způsobem vychýlí CAPEX směrem nahoru, když roční přípravné CAPEX (spočívající např. v postupné přípravě pozemků, dále v nákladech na projektové dokumentace, na různé posudky apod.) by se podle našich odhadů mohly pohybovat mezi 1 – 2 mld. Kč.

Kombinace nízkých CAPEX, stále solidního provozního cash flow a nízkého zadlužení bude podle našich odhadů poskytovat i ve střednědobém horizontu (tedy v letech 2017 – 2019) prostor pro to, aby se dividendový výplatní poměr držel spíše v horním pásmu stanoveného rozpětí 60 – 80 %. Pro roky 2017 – 2019 tak v našich projekcích počítáme se 75% výplatním poměrem, což indikuje dividendu v rozmezí 33 – 34 Kč na akcii. Pokud by ČEZ vyplácel 80 % očištěného čistého zisku, pak by v tomto období podle našich odhadů vyplácel na dividendě 35 – 36 Kč. V absolutním vyjádření tak dividendy vychází níže oproti letošní dividendě, resp. námi očekávané dividendě vyplacené v roce 2016, když by se měl negativně projevit námi předpokládaný pokles čistých zisků k úrovní 24 mld. Kč pro roky 2016 – 2018. I přesto tato úroveň dividend poskytuje solidní cca 5 – 6% dividendový výnos. Díky poměrně širokému dividendovému výplatnímu poměru si ČEZ zajistil flexibilitu a v případě realizace akviziční příležitosti má pak možnost výplatní poměr posunout spíše do spodního pásma. Za předpokladu 60%, resp. 65% poměru by to pak indikovalo dividendu ve střednědobém horizontu poblíž hranice 27 Kč, resp. 29 Kč na akcii. Případná akvizice má však potenciál přinést budoucí navýšení ziskovosti, což pak následně může dividendy opětovně posunout na vyšší úroveň.

Ve srovnání s naší předchozí analýzou tak navyšujeme prognózu dividend, když původně jsme pro rok 2016 očekávali dividendu maximálně na úrovni 35 Kč, nyní vidíme reálně úroveň blízko 40 Kč na akcii. Pro roky 2017 – 2019 jsme loni prognózovali v závislosti na velikosti výplatního poměru dividendy v rozmezí 25 – 32 Kč zatímco nyní se naše prognóza posunula do rozmezí 27 – 36 Kč na akcii.

## Porovnání s konkurencí

Níže uvedená tabulka ukazuje relativní srovnání společnosti ČEZ s vybranými největšími evropskými energetickými firmami. Ukazatele P/E, EV/EBITDA a EBITDA marže znázorňují očekávané hodnoty pro rok 2015. Ukazatel čistý dluh/EBITDA je za rok 2014. Srovnání na základě ukazatele P/E (poměr tržní ceny akcie k čistému zisku na akcii) ukazuje, že akcie ČEZ jsou vůči konkurenčním společnostem relativně levné, tedy obchodují se s určitým diskontem a nabízejí tak investiční potenciál. Konkrétně očekávané P/E u ČEZu činí 11,49, zatímco průměrná hodnota za sektor je na úrovni 14,79. U dalšího poměrového ukazatele v podobě ukazatele EV/EBITDA (což je poměr hodnoty společnosti k EBITDA zisku) naopak nelze jednoznačně říci, zda jsou akcie ČEZ vůči konkurentům nadhodnocené či podhodnocené, když jeho hodnota se pohybuje téměř na průměru trhu. Společnost ČEZ nadále výrazně překonává své konkurenty v provozní ziskové marži, když v letošním roce očekáváme EBITDA marži mezi 35 – 36 %. Letošní očekávaná průměrná provozní marže vybraných západoevropských energetik činí 17,9 %. Výrazněji v tomto ukazateli za ČEZem zaostává např. německý E.ON s marží okolo 7 %, naproti tomu slušné cca 30% marže dosahuje např. rakouská energetika Verbund. I přesto, že v posledních cca čtyřech letech provozní marže ČEZu vyklesaly, zejména kvůli poklesu tržních cen elektřiny, z úrovně kolem 45 % na cca 36 %, tak stále to jsou nadstandardní marže. Vedle efektivní výroby z jádra se na vysokých provozních maržích rovněž projevuje rentabilní výroba z uhlerných elektráren, když ČEZ profituje z relativně nízkých vstupních nákladů, když většinu uhlerných elektráren ČEZ zásobuje ze svých hnědouhlerných dolů. Zadluženost ČEZu stále hodnotíme jako relativně nízkou a neohrožující finanční stabilitu společnosti, ukazatel čistý dluh/EBITDA se na konci roku 2014 pohyboval na úrovni 2,03, což je mírně níže oproti průměrné sektorové hodnotě 2,38. Velké evropské energetiky jako např. E.ON či italský Enel v posledních letech výrazněji snižovaly své zadlužení z úrovně kolem 3 až 5x čistý dluh/EBITDA a aktuálně se tak dostávají na obdobné úrovně zadlužení jakou vykazuje ČEZ. Ten si již zhruba čtyři roky drží úroveň dluhu v rozmezí 1,8 – 2x čistý dluh/EBITDA, což jsou hladiny, které ratingové agentury nijak neznepokojují a i díky tomu se ratingové ohodnocení ČEZu pohybuje v nejvyšším „áčkovém“ pásmu. ČEZ má tak podle našeho názoru ještě prostor o něco navýšit svou zadluženost (k úrovním kolem 2,5x čistý dluh/EBITDA), aniž by přišel o vysoký rating. Díky své aktuální nízké zadluženosti tak podle našeho názoru ČEZ získává určitou flexibilitu při rozhodování o budoucích potenciálních akvizičních příležitostech.

**Tabulka č.11: Sektorové srovnání**

|               | P/E          | EV/EBITDA   | EBITDA marže (%) | Čistý dluh/EBITDA |
|---------------|--------------|-------------|------------------|-------------------|
| E.ON          | 14,99        | 5,36        | 6,80             | 1,79              |
| RWE           | 10,44        | 3,94        | 12,85            | 1,88              |
| Enel          | 13,02        | 6,99        | 20,18            | 1,78              |
| EDF           | 10,38        | 4,69        | 23,08            | 1,99              |
| GDFSuez       | 14,82        | 6,72        | 15,40            | 2,43              |
| Verbund       | 25,10        | 10,92       | 29,28            | 4,43              |
| <b>průměr</b> | <b>14,79</b> | <b>6,44</b> | <b>17,93</b>     | <b>2,38</b>       |
| <b>ČEZ</b>    | <b>11,49</b> | <b>6,31</b> | <b>35,36</b>     | <b>2,03</b>       |

zdroj: Bloomberg, odhady Fio

## Ohodnocení společnosti

**Tabulka č.12: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC**

|                            | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | pokračující fáze |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------------------|
| risk free rate (%)         | 0,80 | 1,00 | 1,20 | 1,40 | 1,50 | 2,00             |
| market return (%)          | 7,40 | 7,40 | 7,40 | 7,40 | 7,40 | 8,50             |
| beta                       | 0,92 | 0,92 | 0,92 | 0,92 | 0,92 | 0,92             |
| equity risk premium (%)    | 6,07 | 5,88 | 5,70 | 5,52 | 5,43 | 5,98             |
| cost of equity (%)         | 6,87 | 6,88 | 6,90 | 6,92 | 6,93 | 7,98             |
| cost of debt (%)           | 4,37 | 4,37 | 4,37 | 4,37 | 4,37 | 4,37             |
| effective tax rate (%)     | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0             |
| cost of debt after tax (%) | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50             |
| equity weight              | 0,65 | 0,66 | 0,68 | 0,70 | 0,72 | 0,72             |
| debt weight                | 0,35 | 0,34 | 0,32 | 0,30 | 0,28 | 0,28             |
| WACC (%)                   | 5,70 | 5,74 | 5,81 | 5,88 | 5,98 | 6,74             |

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

**Tabulka č.13: Model diskontovaného cash flow**

| mld. Kč                    | 2015       | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------|------------|------|------|------|------|
| EBIT                       | 39,6       | 36,6 | 35,3 | 35,6 | 36,9 |
| tax rate (%)               | 20,0       | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 |
| NOPAT                      | 31,7       | 29,3 | 28,2 | 28,5 | 29,5 |
| depreciation               | 29,3       | 29,0 | 28,8 | 29,1 | 29,4 |
| change in WC               | -4,9       | 4,8  | 3,4  | 2,4  | 0,7  |
| CAPEX                      | 38,0       | 28,4 | 25,7 | 25,5 | 26,5 |
| CF to the firm             | 27,9       | 25,2 | 28,0 | 29,7 | 31,8 |
| DCF                        | 13,2       | 22,5 | 23,6 | 23,6 | 23,8 |
| sum of the DCF             | 106,7      |      |      |      |      |
| terminal value             | 399,4      |      |      |      |      |
| net debt                   | 145,7      |      |      |      |      |
| equity value               | 360,4      |      |      |      |      |
| number of shares (mil. ks) | 534,1      |      |      |      |      |
| <b>target price (CZK)</b>  | <b>675</b> |      |      |      |      |

zdroj: odhady a výpočty Fio

V naší nové analýze energetické společnosti ČEZ zvyšujeme cílovou cenu akcie z předchozí úrovně 616 Kč na 675 Kč a zároveň přistupujeme ke zvýšení investičního doporučení ze stupně „držet“ na „koupit“. Cílová cena se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. Vzhledem k naší cílové ceně se tak domníváme, že akcie ČEZ nabízí v ročním horizontu zhruba 18% investiční potenciál. Cílovou cenu a doporučení na tento akciový titul zvyšujeme zejména na základě navýšení výhledu hospodaření, atraktivnější dividendové politiky a rovněž kvůli opatřením přijatých na půdě Evropské unie, které vytvářejí prostor pro obnovení funkčnosti systému obchodování s emisními povolenkami, což má podle našich odhadů potenciál do budoucna podpořit ceny emisních povolenek a tudíž i tržní ceny elektřiny. Vedle toho se začíná více stabilizovat situace na Balkáně, a to zejména v Rumunsku, kde by ČEZ měl od druhé poloviny letošního roku opětovně získávat na svojí tamní větrnou farmu podporu ve formě zeleného certifikátu.

ČEZ na počátku letošního roku pozitivně překvapil trhy svým výhledem hospodaření na rok 2015, když oznámil předpokládaný letošní EBITDA zisk na úrovni 70 mld. Kč, zatímco odhady trhu (včetně našeho očekávání) se pohybovaly okolo 65 mld. Kč. ČEZ, zejména v reakci na klesající trend prodejních cen elektřiny, zintenzivnil svá úsporná a optimalizační opatření a oproti svému loňskému plánu hodlá letos ušetřit na stálých provozních nákladech téměř 5 mld. Kč a zvýšit marži z nových příležitostí a optimalizací o 1,5 mld. Kč. Zejména snaha o razantnější úspory



nás tak vedla, oproti předchozí analýze, k navýšení výhledu ziskovosti, a to nejen pro letošní rok, ale i pro střednědobý horizont.

Vedle navýšení výhledu ziskovosti rovněž zlepšujeme prognózu dividend. Již v předchozí analýze jsme o akciích ČEZ hovořili jako o stále atraktivním dividendovém titulu. Tento náš pohled neměníme a navíc je zintenzivněn navýšením dividendového výplatního poměru z 50 – 60 % na 60 – 80 % očištěného čistého zisku, ke kterému management společnosti přistoupil letos v květnu. Silná hotovostní pozice daná zejména předpokládaným výraznějším snížením investičních výdajů (CAPEX) tak podle našich odhadů poskytuje ČEZu možnost nabídnout akcionářům i v příštím roce stabilní dividendu, tedy blízko 40 Kč na akcii a v dalších letech potenciál vyplácet dividendy kolem 35 Kč. Akcie ČEZu tak podle našeho názoru budou i nadále nabízet atraktivní dividendový výnos v rozmezí 5 – 7 %.

Dalším důležitým faktorem, který napomohl ke zvýšení cílové ceny a investičního doporučení na akcie ČEZ je schválené opatření na podporu systému obchodování s emisními povolenkami, jenž má zejména podobu vzniku tzv. tržní stabilizační rezervy. Ta by měla ve střednědobém horizontu výrazně napomoci ke snížení přebytku povolenek na trhu a k podpoře jejich cen. V obnovení funkčnosti systému obchodování s emisními povolenkami spatřujeme zásadní katalyzátor pro stabilizaci či postupné zotavení tržních cen elektřiny, což by podle našich odhadů mělo výrazně napomoci ke stabilizaci zisků ČEZu ve střednědobém horizontu.

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti ČEZ, byl použit model DCF (diskontované cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, náklady, zisk, odpisy, investice atd.). K výpočtu bylo použito vlastních odhadů budoucího hospodaření firmy. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následného diskontování. Diskontním faktorem v našem modelu jsou průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) počítané jako součet nákladů na vlastní a cizí kapitál při zohlednění předpokládaných vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého státního dluhopisu ČR) a prémie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX.

## Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu, konkrétně alternativní cílové ceny při různém nastavení WACC a tzv. pokračující míry růstu ve druhé fázi našeho modelu ocenění.

**Tabulka č.14: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů**

|                  | WACC  |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| pokračující růst | 6,34% | 6,54% | 6,74% | 6,94% | 7,14% |
| 0,6%             | 689   | 656   | 626   | 598   | 571   |
| 0,8%             | 716   | 682   | 650   | 619   | 591   |
| 1,0%             | 746   | 709   | 675   | 643   | 613   |
| 1,2%             | 778   | 738   | 702   | 668   | 636   |
| 1,4%             | 812   | 770   | 731   | 694   | 661   |

zdroj: odhady Fio

## SWOT analýza:

### • Silné stránky

- Stabilní společnost s působností ve střední a jihovýchodní Evropě.
- Ve srovnání s konkurencí vysoká provozní marže pohybující se mezi 35 – 40 %.
- Silná likvidní pozice.
- Potenciál atraktivní dividendové politiky.
- Financování za relativně nízké úrokové sazby.
- Uspokojivá míra zadlužení neohrožující finanční stabilitu společnosti.

### • Slabé stránky

- Citlivost výnosů a zisků na tržní ceny elektřiny na energetických burzách.
- Pokračující negativní tlak na ziskovost ze strany klesajících prodejních cen elektřiny.
- Vliv státu (stát prostřednictvím MFČR vlastní téměř 70 % akcií společnosti).
- Velká organizační struktura a nižší flexibilita společnosti.

### • Příležitosti

- Působení na trhu zemního plynu, kam ČEZ úspěšně vstoupil v roce 2010 a stal se největším alternativním dodavatelem v ČR.
- Vstup do mobilního segmentu jako virtuální operátor, byť příspěvek do celkového hospodaření je marginální.
- Potenciál stabilizace či mírného růstu tržních cen elektřiny, a to zejména díky dosažení dohody nad vznikem tržní stabilizační rezervy pro emisní povolenky.
- Realizace úspor s cílem snížit provozní náklady a podpořit ziskovost.
- Silné pátevní uhelné zdroje – Tušimice, Prunéřov (obě komplexně zmodernizované elektrárny), Ledvice (nová elektrárna), Počerady.

### • Hrozby

- Riziko dalšího zhoršení regulatorních a legislativních podmínek v jihovýchodní Evropě.
- Riziko dalšího poklesu cen černého energetického uhlí s negativním dopadem na tržní ceny elektřiny.
- Nejistý vývoj regulace evropské energetiky.
- V návaznosti na předchozí bod hrozba dalšího poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.

Výše uvedená rizika mohou negativně ovlivnit hospodaření společnosti a tím i vývoj ceny akcie. V případě výskytu těchto rizik, nemusí být dosaženo námi stanovené cílové ceny.

Ing. Jan Raška  
Fio banka, a.s.  
Analytik  
jan.raska@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

**Koupit** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

**Akumulovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

**Redukovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

**Nákup – long:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

**Prodej - short:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 29.6.2015 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 2 doporučení koupit, 2 doporučení akumulovat, 1 doporučení držet a 1 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povinné prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)