

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 598 Kč

3. 11. 2015

ČEZ

Souhrn doporučení

Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	598 Kč
Předchozí doporučení (29.6.2015):	Koupit
Předchozí cílová cena (29.6.2015):	675 Kč

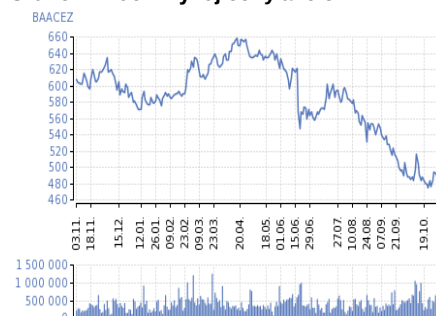
Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
Tržní kapitalizace: 263,9 mld. Kč
Závěrečná cena k 2.11.2015: 490,50 Kč
Roční maximum: 658 Kč
Roční minimum: 475,40 Kč
Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP20
Podíl v indexu PX: 18,45 %
Koeficient beta oproti indexu PX: 0,96

Struktura akcionářů

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

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ



V naší nové analýze na energetickou společnost ČEZ snižujeme cílovou cenu z 675 Kč na 598 Kč. Cílová cena se vztahuje k 12měsíčnímu investičnímu horizontu. Cílovou cenu snižujeme jednak na pozadí nižší než původně očekávané provozní ziskovosti v letošním roce a jednak kvůli snížení výhledu cen silové elektřiny, za které bude ČEZ v příštích letech prodávat ze svých výrobních zdrojů, což posouvá naši střednědobou prognózu ziskovosti oproti naší předchozí analýze níže. Na druhou stranu na akcie ČEZ máme stále pozitivní náhled, když vzhledem k naší cílové ceně nabízí zhruba 20% investiční potenciál. I nadále tak ponecháváme nákupní doporučení na tento akciový titul. To, že se akcie ČEZ podle našeho názoru v současnosti nacházejí na atraktivních cenových úrovních, napovídá i relativní srovnání s konkurenčními evropskými společnostmi, když akcie ČEZ se obchodují na úrovni 9,8x násobku očekávaného letošního čistého zisku, zatímco sektorový průměr se pohybuje kolem úrovně 11,8x násobku. Naše příznivé vnímání akcií ČEZ je rovněž umocněno očekávanou dividendou, když i v příštím roce předpokládáme, navzdory stále nepříznivým fundamentům v podobě nízkých tržních cen elektřiny, dividendu ve výši 40 Kč, což vzhledem k současné tržní ceně akcie znamená atraktivní dividendový výnos kolem 8 %.

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

zdroj: ČEZ, ¹výnosy bez výnosů mezi segmenty,

²Údaje 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. odbyt 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 2Q 2015

Společnost ČEZ představila za druhé letošní čtvrtletí solidní výnosy, které dosáhly úrovně 49,9 mld. Kč a meziročně tak vzrostly o 2,8 %. To mírně překonalo jak naše odhady ve výši 45,6 mld. Kč, tak odhady trhu na úrovni 47,4 mld. Kč. Příčiny lepších než očekávaných výnosů lze hledat zejména v příznivém vývoji objemu prodeje elektřiny koncovým zákazníkům, kde ČEZ vykázal 10% meziroční růst na 9026 GWh, zatímco náš odhad počítal s objemem kolem 8100 GWh. Tento solidní objem prodané elektřiny souvisí s tím, že ČEZu se podařilo oproti loňskému druhému kvartálu výrazně snížit úbytek zákazníků v segmentu domácností. Dařilo se tedy zastabilizovat portfolio zákazníků (klesla jim motivace přecházet ke konkurenčním prodejcům elektřiny) s pozitivním vlivem do výnosů. Tržby za 2Q 2015 byly rovněž podpořeny solidními výsledky v prodeji plynu, kde se společnosti nadále dařilo rozšiřovat zákaznickou základnu a upevňuje si tak pozici jedničky mezi alternativními dodavateli plynu. Dobré výsledky v objemech prodeje elektřiny a plynu tak kompenzovaly meziroční pokles realizačních cen elektřiny, výsledkem pak byl výše zmíněný mírný nárůst výnosů.

Dobrou výkonnost na straně tržeb se však nepodařilo přenést do provozních marží a tedy do provozních zisků, když ČEZ zároveň vykázal meziroční nárůst provozních nákladů, a to zejména na položce „nákup energií a souvisejících služeb“. S nárůstem objemů prodeje elektřiny a plynu tak podle našeho názoru zároveň docházelo k tlaku na růst variabilních provozních nákladů, což pak vyústilo v meziroční zvýšení nákupu energií a souvisejících služeb o 20 % na 22,4 mld. Kč. Byť ve stálých provozních nákladech pozorujeme pokračující snahu společnosti o úspory, když ve 2Q 2015 ČEZ meziročně snížil např. personální náklady, náklady na opravy a údržbu či náklady na materiál, tak růst variabilních nákladů byl výraznější a celkové provozní náklady tak byly vyšší, než jsme předpokládali.

Nárůst výnosů byl tedy téměř plně kompenzován nárůstem v provozních nákladech, úroveň provozních zisků tak byla téměř v souladu s našimi

Tabulka č. 3: Hospodářské výsledky za 2Q 2015

mld. Kč	2Q 2015	konsensus trhu*	2Q 2014	y/y
Výnosy	49,9	47,44	48,5	2,9%
EBITDA	16,4	16,94	18,7	-12,3%
EBIT	9,3	9,55	11,8	-21,2%
Čistý zisk	8,1	6,81	9,4	-13,8%
Zisk na akcii (Kč)	15,1	-	17,6	-14,2%

zdroj: ČEZ, *medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Provozní zisky za 2Q 2015 byly v souladu s očekáváním trhu, na úrovni čistého zisku ČEZ mírně pozitivně překvapil

očekáváními a rovněž v souladu s tržním konsensem. Provozní zisk EBITDA tak ve 2Q 2015 dosáhl úrovně 16,4 mld. Kč, meziročně méně o 12 %. Podle očekávání měl výrazný negativní vliv do EBITDA meziroční pokles realizační (silové) ceny elektřiny, a to ve výši 1,1 mld. Kč (ČEZ letos prodává elektřinu ze svých zdrojů za cca 39 EUR/MWh, zatímco loňská cena se pohybovala ve výši 44 EUR). Mezi další významnější nepříznivé vlivy do EBITDA patřily nižší ziskovost rumunských větrných parků (-0,4 mld. Kč) a mírný meziroční pokles ve výrobě elektřiny s negativním dopadem do EBITDA ve výši 0,3 mld. Kč. Naproti tomu vcelku významným (byť pouze jednorázovým) vlivem bylo vysouzených 1,1 mld. Kč ze sporu se SŽDC, což mělo pozitivní dopad do provozní ziskovosti segmentu tuzemského prodeje. Ostatní segmenty, jako např. bulharská distribuce nebo tuzemská distribuce elektřiny, měly podle našeho očekávání marginální dopady do meziroční změny EBITDA zisku.

Na provozní úrovni EBIT pak společnost realizovala zisk 9,3 mld. Kč (téměř v souladu s naším odhadem ve výši 9,1 mld. Kč), což bylo meziročně níže pouze o 4,6 %. ČEZ však v loňském druhém kvartále zaúčtoval mimořádné opravné položky k rumunským aktivům v objemu 2,1 mld. Kč. Po očištění o tyto opravy loňský EBIT činil 11,8 mld. Kč, což pak znamená výraznější meziroční pokles EBITu za 2Q 2015, konkrétně ve výši 21 %.

Zatímco provozní zisky za 2Q 2015 nás nijak výrazně nepřekvapily, tak mírně lepších než očekávaných čísel ČEZ dosáhl na úrovni konečného výsledku hospodaření. Očištěný čistý zisk tak činil 8,1 mld. Kč (-14 % y/y), zatímco my jsme predikovali 6,5 mld. Kč a odhad trhu byl ve výši 6,8 mld. Kč. Na úrovni čistého zisku ČEZ pozitivně překvapil zejména v souvislosti s přeceněním dluhopisů denominovaných v japonských jenech, mírně pozitivně se rovněž projeví nižší nákladové úroky z dluhů, dále pozitivní kurzové vlivy na páru EUR/USD a také oslabení turecké liry vůči dolaru nemělo tak výrazný negativní efekt jak jsme očekávali.

Negativní dopad odstávek jaderných bloků do výsledků za 2H 2015

Zatímco první polovinu letošního roku lze hodnotit z hlediska dosažených výsledků hospodaření jako relativně solidní, tak jeho druhá polovina bude zřejmě slabší, než se původně očekávalo, a to jednak zejména kvůli neplánovaným odstávkám v jaderných elektrárnách Temelín a Dukovany a jednak kvůli zpoždění v náběhu nového uhelného zdroje v Ledvicích a komplexně zmodernizovaných tří uhelných bloků v Prunéřově.

ČEZ již v srpnu snížil letošní výhled EBITDA o 2 mld. Kč na 68 mld. Kč

Poměrně ambiciózní cíl letošního EBITDA zisku ve výši 70 mld. Kč stanovený managementem společnosti na začátku roku 2015 naplněn nebude, když v srpnu po oznámení výsledků za 2Q 2015 došlo k jeho korekci o 2 mld. Kč na 68 mld. Kč. Mezi důvody snížení výhledu provozní ziskovosti management ČEZu uváděl červencovou neplánovanou odstávku na druhém bloku Temelína, posun náběhu nových Ledvic a zmodernizovaných bloků v Prunéřově a rovněž zpoždění v přidělení zelených certifikátů na rumunskou větrnou farmu Fantanele a Cogeaalac.

Podle původních předpokladů měl Temelín 2 začít vyrábět po plánované dvouměsíční odstávce již v druhé polovině června. Nicméně tato odstávka

Kvůli dalším neplánovaným odstávkám na jaderných blocích by ČEZ mohl snížit výhled EBITDA o dalších cca 2 - 3 mld. Kč na 65 - 66 mld. Kč

Výhled očištěného čistého zisku by však mohl být naopak navýšen z 27 mld. Kč na 28 – 29 mld. Kč, a to kvůli již schválenému navrácení darovací daně z emisních povolenek

se kvůli technickým problémům neplánovaně protáhla až do konce července, čímž podle našich odhadů ČEZ ztratil na produkci cca 1000 GWh s negativním dopadem do EBITDA kolem 0,5 mld. Kč. Domníváme se tak, že na 2 mld. Kč, o které ČEZ v srpnu snížil výhled letošního EBITDA zisku, připadá zhruba 0,5 mld. Kč na Temelín 2, zbylých cca 1,5 mld. Kč podle našich odhadů připadá na časový posun výroby z nových, resp. zmodernizovaných uhelných zdrojů (cca 1,3 mld. Kč) a posun v přidělení zelených certifikátů (odhadujeme zhruba 0,2 mld. Kč; podle původních předpokladů měl ČEZ získat zpět 1. zelený certifikát na podporu rumunských větrných farem již v červenci, nakonec byl přidělen až v září).

Vidíme riziko dalšího snížení letošního výhledu EBITDA

Problémy s neplánovanými odstávkami však v průběhu 3Q a 4Q 2015 neustávaly a to podle našeho názoru zvyšuje riziko, že ČEZ při listopadovém ohlašování výsledků za 3Q 2015 přistoupí k dalšímu snížení výhledu EBITDA.

Vedle dalších drobnějších srpnových a zářijových odstávek na obou blocích Temelína budou mít podle našich odhadů negativní vliv do letošní ziskovosti zejména rozsáhlé neplánované odstávky na druhém, třetím a zřejmě i čtvrtém bloku jaderné elektrárny Dukovany. V polovině září totiž ČEZ oznámil, že odstavuje z důvodu překontrolování svarů Dukovany 2 a 3. Podle aktuálních informací by se tyto dva bloky měly vrátit do výroby nakonec až začátkem příštího roku (blok 2), resp. v první polovině prosince (blok 3). Vedle toho by mělo dojít k prodloužení plánované odstávky na Dukovanech 1 o zhruba tři týdny a rovněž na čtvrtém bloku Dukovan hrozí riziko, že dříve plánovaná odstávka od konce prosince 2015 do konce ledna 2016 bude prodloužena o cca tři týdny, když podle aktuálních indikací by mohla začít již začátkem prosince.

Výše uvedené odstávky na Dukovanech nejsou způsobeny poruchami, ale souvisí s žádostí o prodloužení licence na provoz elektrárny na dalších deset let. Konkrétně licence na provoz Dukovan 1 vyprší koncem letošního roku, o povolení pro další provoz zbývajících tří bloků bude ČEZ žádat Státní úřad pro jadernou bezpečnost v letech 2016 a 2017. ČEZ tak chce udělat maximum pro to, aby licence na další provoz elektrárny bez problémů získal, proto výše uvedené odstávky. Nicméně takto rozsáhlé odstávky nebyly v původních harmonogramech, v našich letošních výhledech jsme s nimi nepočítaly a do značné míry nás negativně překvapily.

Negativní dopad těchto dalších neplánovaných odstávek do výroby odhadujeme kolem 3500 GWh a ačkoliv lze předpokládat, že se ČEZ bude snažit v rámci svých uhelných výrobních zdrojů částečně kompenzovat tyto výpadky, tak přesto predikujeme jejich nepříznivý dopad do EBITDA zisku kolem 3 mld. Kč. Vidíme tak riziko, že ČEZ by mohl snížit svůj výhled letošní EBITDA o další cca 2 - 3 mld. Kč na 65 - 66 mld. Kč. Oproti naší předchozí analýze tak snižujeme výhled letošního EBITDA zisku z úrovně 68,9 mld. Kč na 65,7 mld. Kč. U čistého zisku však ke korekci výhledu dojít nemusí. Samotné odstávky by podle našich odhadů sice zkorigovaly letošní očištěný čistý zisk na úroveň 25 - 26 mld. Kč (zatím poslední zveřejněný výhled ČEZ činí 27 mld. Kč), nicméně aktuálně tuzemskými úřady potvrzené navrácení části darovací daně z emisních povolenek ve výši 3,8 mld. Kč by se mělo podle našeho názoru pozitivně projevit do finanční části výsledovky,

V posledních měsících trend klesajících cen uhlí převážil nad rostoucími cenami emisních povolenek – výsledkem byl pokles tržních cen elektřiny o 3 – 4 EUR na 28 – 29 EUR

Tabulka č.5: Předchozí 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; jedná se o očištěný čistý zisk

a tedy do velikosti letošního očištěného čistého zisku. O možnosti vratky této daně se již delší čas vědělo a vnímali jsme ji jako pravděpodobnou poté, co letos v únoru, resp. červenci Soudní dvůr EU, resp. tuzemský Nejvyšší správní soud potvrdily, že darovací daň z emisních povolenek (na které ČEZ v letech 2011 a 2012 zaplatil celkem 5,3 mld. Kč) je v rozporu s právem EU. Poté však byla celá záležitost dále postoupena tuzemskému finančnímu úřadu, jenž měl finálně rozhodnout v jakém rozsahu a kdy bude tato daň ČEZu navrácena. Nakonec k rozhodnutí Odvolacího finančního ředitelství došlo na konci letošního října a bylo rozhodnuto o částce 3,8 mld. Kč. Sice se jedná o mimořádný příjem, nicméně hotovostního charakteru, a proto se domníváme, že ČEZ tuto vratku daně zahrne do očištěného čistého zisku, jenž je používán jako základna pro výplatu dividendy. Včetně vratky darovací daně z emisních povolenek tak odhadujeme letošní očištěný čistý zisk v rozmezí 28 - 29 mld. Kč.

Kvůli dalšímu poklesu tržních cen elektřiny snižujeme střednědobý výhled hospodaření

Po určité stabilizaci, kdy se roční kontrakt elektřiny na německé burze v první polovině letošního roku pohyboval v rozmezí 31 – 33 EUR/MWh, přišel od poloviny roku pokles k úrovním 28 – 29 EUR. Ačkoliv cena emisních povolenek podle našich předpokladů letos stoupala (zejména díky pokračujícímu backloadingu, což je postupné stahování části přebytečných povolenek z trhu) k hranici 8 EUR a dokonce ji překročila, když aktuálně dosahuje úrovně kolem 8,50 EUR, tak tržní cenu elektřiny to prozatím nepodpořilo. Naopak se v posledních měsících ukázalo, že větší váhu na vývoj cen elektřiny měly ceny černého energetického uhlí, které od poloviny letošního roku stále nalézaly nová dna. Konkrétně evropský referenční kontrakt (tzv. uhlí ARA) se od letních měsíců propadal z hladiny 60 USD/t až na aktuální úroveň kolem 47 – 48 USD/t. A na tento pokles pak reagovala i cena elektřiny. V naší předchozí analýze jsme cenu uhlí uváděli jako možné riziko pro další vývoj ceny elektřiny, a to se naplnilo. Výše uvedená korekce cen elektřiny z posledních měsíců se tak podle našich odhadů negativně projeví do cen, za které bude ČEZ v příštích 3 – 4 letech prodávat elektřinu ze svých zdrojů, a proto přistupujeme ke snížení výhledu hospodaření.

Tabulka č.4: Výhled hospodaření

mld. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
Výnosy	197,4	185,7	172,8	171,5	179,3
EBITDA	65,7	64,7	61,6	61,2	63,6
EBIT	37,2	35,1	31,8	31,6	33,9
Čistý zisk*	28,8	23,0	20,8	20,9	22,5

zdroj: odhady Fio, *jedná se o očištěný čistý zisk

Otázkou zůstává, kam až může cena energetického uhlí spadnout. Již při cenách kolem 60 - 70 USD/t byly někteří středoevropští těžaři uhlí ve velkých problémech. Např. tuzemský producent NWR již minimálně dva roky prodává své energetické uhlí za ceny, jenž jsou pod produkčními náklady. Polský uhelný trh prochází značnými turbulencemi, když největší polský státní těžař

Kompania Weglowa je v restrukturalizaci, štěpí se na několik částí a v jednání je vstup některých polských energetických firem do problémových dolů. Podle našeho názoru tak krize na středoevropském trhu s uhlím nyní vrcholí a v průběhu příštích dvanácti měsíců může reálně hrozit omezování či dokonce zastavování těžby v některých nerentabilních dolech. To by mohl být podpůrný faktor pro cenu energetického uhlí, jenž by se mohla v průběhu příštího roku postupně odrážet z minimálních úrovní. Za aktuální situace se tak domníváme, že prostor pro další významnější pokles ceny energetického uhlí je omezený. Podle našeho názoru by tak cena uhlí, po výrazných poklesech z předchozích období, již nemusela být tak významným rizikem pro budoucí vývoj tržních cen elektřiny.

Na emisní povolenky stále nahlížíme jako na podpůrný faktor pro budoucí vývoj cen elektřiny

Na další faktor v podobě cen emisních povolenek, který ovlivňuje cenu elektřiny, nahlížíme stejně jako v naší předchozí analýze. To znamená, že v cenách emisních povolenek spíše sledujeme podpůrný faktor pro budoucí vývoj cen elektřiny. Ceny emisních povolenek jsou v souladu s naším očekáváním podporovány kroky, jenž byly již dříve schváleny na půdě EU a které spočívají ve snižování přebytku emisních povolenek na trhu. Již druhým rokem probíhající backloading tak posouval cenu povolenek z úrovní kolem 5 - 6 EUR (jenž byly k vidění v polovině roku 2014) až k aktuálním 8,50 EUR za jednu vypuštěnou tunu CO₂ do ovzduší. Náš výhled cen emisních povolenek pro další období neměníme a předpokládáme, že cena povolenky se bude v letech 2016 – 2017 pohybovat v rozmezí 9 – 10 EUR. Výraznější impuls do systému obchodování s emisními povolenkami by pak měla přinést tzv. tržní stabilizační rezerva, jejíž vznik je plánován na začátek roku 2019 a která by měla ještě významněji zasáhnout do aukcí povolenek s cílem ještě více srazit jejich přebytek na trhu. Navíc do tržní stabilizační rezervy budou převedeny backloadované povolenky z let 2014 – 2016, tedy cca 900 mil. ks, které by se jinak vracely do aukcí a opětovně by vytvářely tlak na pokles cen. Odhadujeme tak, že v letech 2018 – 2019 se cena povolenky posune do intervalu 10 – 15 EUR, což je obdobný pohled jako jsme měli v naší předchozí analýze.

Vývoj v Německu – proces uzavírání jaderných elektráren versus rozvoj obnovitelných zdrojů

Vedle budoucího vývoje cen emisních povolenek je dalším důležitým faktorem pro to, jakým směrem se bude vyvíjet cena silové elektřiny (tedy tržní cena elektřiny), situace v německé energetice. Klesající trend cen elektřiny trvající od roku 2011 byl způsoben nejen tehdejší ekonomickou recesí v Evropě a s tím souvisejícím propadem cen emisních povolenek, ale rovněž nastolenou německou energetickou politikou. Ta se po jaderné katastrofě v japonské Fukušimě rozhodla postupně opustit jadernou energetiku a naproti tomu rozvíjet obnovitelné zdroje energie. Nastolení poměrně štedré podpory větrných a solárních zdrojů vedlo zejména v posledních pěti letech k významnému nárůstu jejich instalované kapacity a výroby. Od roku 2010 vzrostla v Německu produkce z obnovitelných zdrojů o cca 50000 GWh na více než 150000 GWh, což indikuje podíl obnovitelných zdrojů na celkové produkci elektřiny v zemi kolem 25 %. V posledních letech tak na německém trhu s elektřinou vznikala nabídka nad poptávkou, což vytvářelo silný tlak na pokles tržní ceny elektřiny.

V příštích sedmi letech očekáváme postupnou korekci přebytečných kapacit na německém trhu, a to zejména v souvislosti s uzavíráním jaderných elektráren

Velkoobchodní trh s elektřinou může vykazovat známky slabosti i v příštím roce, když hlavní vlna odstavování německých jaderných elektráren by měla spadat až do období 2017 - 2022

Domníváme se však, že v příštích letech by se měla situace na německém, potažmo na středoevropském velkoobchodním trhu s elektřinou postupně narovnávat. Souvisí to zejména s postupným odstavováním zbylých devíti německých jaderných elektráren, jenž je naplánováno do období 2015 – 2022. Roční produkce německých jaderných elektráren se nyní pohybuje kolem 97 000 GWh. Tento objem výroby by tak měl do roku 2022 z německého trhu zmizet. Naproti tomu i nadále předpokládáme v příštích letech s přírůstky instalovaného výkonu obnovitelných zdrojů, nicméně domníváme se, že by již neměly být tak výrazné jako v předchozích letech. Rozvoj obnovitelných zdrojů byl v Německu v posledních pěti letech možná až příliš silný a ve spojitosti s dotacemi na podporu těchto zdrojů až příliš nákladný pro německé domácnosti. Německo tak přistoupilo k omezení, a to jak ve smyslu snížení dotací, tak ve smyslu stanovení ročních limitů týkající se přírůstků instalovaného výkonu větrných elektráren.

Podle nových pravidel nesmí roční přírůstek instalovaného výkonu jak u pevninských, tak mořských větrných elektráren přesáhnout 2500 MW (např. ještě v roce 2014 se instalovaná kapacita pevninských větrných farem zvýšila o 4750 MW na celkových 38116 MW). Kvůli snížení solárních dotací slábne aktivita v instalacích nových solárních elektráren. Největšího rozmachu dosahovala fotovoltaika v letech 2010 – 2012, kdy se instalovaná kapacita zvýšila o 22000 MW. V roce 2014 již přírůstek instalovaného výkonu činil pouze 1900 MW a pro celý rok 2015 očekáváme pouze kolem 1000 MW, když v první polovině letošního roku přibýlo zatím pouze 419 MW kapacity.

Na základě výše uvedeného tak predikujeme, že roční přírůstky nových kapacit větrných a solárních elektráren by se mohly v letech 2016 – 2022 v Německu pohybovat kolem úrovně 6000 MW. Takovýto roční přírůstek instalovaného výkonu pak podle našich odhadů indikuje roční produkci kolem 11000 GWh. V příštích sedmi letech (tedy v období, kdy bude v Německu docházet k odstavování zbylých jaderných bloků) by tak podle našich odhadů mohly nově instalované obnovitelné zdroje v podobě větrných a solárních elektráren přinést do produkce cca 77000 GWh. A to je méně, než výše zmíněných 97000 GWh, které aktuálně produkují jaderné elektrárny, jenž ale budou postupně odstavovány z provozu. Domníváme se tedy, že v příštích sedmi letech by mohlo na německém trhu s elektřinou docházet k úbytku nadměrných kapacit, k postupnému snižování převisu nabídky nad poptávkou, což by mělo vytvářet podporu pro tržní ceny elektřiny ve středoevropském regionu.

Harmonogram postupného uzavírání jaderných elektráren je takový, že už v letošním roce má být uzavřena jedna elektrárna o výkonu 1250 MW, což podle našich odhadů znamená úbytek na produkci přibližně 10000 GWh. Naproti tomu by však podle našich odhadů ještě letos mělo jít do produkce cca 15000 GWh z nových větrníků a solárů (pro letošní rok ještě v Německu neplatí výše zmíněné limity omezující přírůstky nových kapacit). Ve zbytku letošního roku tak již nepředpokládáme nějaké zásadnější impulsy vedoucí k posunu cen elektřiny z nynějších minimálních úrovní. V příštím roce to zřejmě bude obdobné, kdy není v plánu uzavření žádného jaderného bloku. Nelze tak vyloučit riziko, že v horizontu dvanácti měsíců budou ceny elektřiny ještě testovat nová minima. Mírným podpurným faktorem pro cenu mohou být snad jen zotavující se ceny emisních povolenek díky probíhajícímu backloadingu.

Významnější pozitivní tlak na tržní ceny elektřiny předpokládáme až v období 2018 – 2022, kdy by měla vlna uzavírání jaderných elektráren vrcholit a zároveň začne fungovat tržní stabilizační rezerva na podporu systému obchodování s emisními povolenkami

Tabulka č.6: Výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh)

rok	2015	2016	2017	2018	2019
cena	38,8	34,2	31,3	31,0	32,8

zdroj: odhady Fio

Tabulka č.7: Předchozí výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh)

rok	2015	2016	2017	2018	2019
cena	38,8	34,7	33,5	33,8	35,2

zdroj: odhady Fio

I v příštím roce počítáme s dividendou 40 Kč na akcii, což implikuje velmi atraktivní dividendový výnos kolem 8 %

Odstavování německých jaderných elektráren nabere na intenzitě mezi lety 2017 – 2022. Konkrétně, do konce roku 2017 by měla být odstavena jedna elektrárna, další čtyři je dle harmonogramu naplánováno uzavřít v letech 2018 – 2021 a poslední tři jaderné reaktory budou zavřeny do konce roku 2022. Významnější tlak na zotavení cen elektřiny z nynějších minimálních úrovní by tak podle našeho názoru mohl probíhat v letech 2018 – 2022, kdy bude uzavírána největší část jaderných elektráren a navíc od začátku roku 2019 začne fungovat tržní stabilizační rezerva mající za cíl podpořit funkčnost systému obchodování s emisními povolenkami s pozitivním dopadem do jejich cen.

Podle naší predikce se mix námi předpokládaného snižování přebytečných kapacit na německém trhu a vznik tržní stabilizační rezervy výrazněji projeví do realizačních (prodejních) cen ČEZu až v roce 2019, kdy predikujeme cenu blízko 33 EUR/MWh. Do té doby vidíme jako reálné, že ČEZ bude v letech 2017 a 2018 prodávat silovou elektřinu jen za ceny blízko 31 EUR, a to právě kvůli výše zmíněnému poklesu tržních cen elektřiny z posledních měsíců a kvůli riziku slabosti velkoobchodního trhu s elektřinou i v příštím roce. Na rok 2016 měl ČEZ na konci letošního července předprodáno téměř 80 % elektřiny ze svých výrobních zdrojů za cenu 35,50 EUR. Zbýlých 20 % produkce však bude muset ČEZ doprodávat za aktuální ceny v rozmezí 29 – 30 EUR, což znamená, že finální realizační cena na příští rok se bude zřejmě pohybovat v rozmezí 34 – 34,50 EUR.

Oproti naší předchozí analýze tak snižujeme střednědobý výhled cen silové elektřiny, za které bude ČEZ prodávat ze svých zdrojů (jak ukazují tabulky č.6 a č.7) a na základě toho pak přistupujeme ke snížení výhledu ziskovosti, a to zejména pro roky 2017 a 2018, kdy se domníváme, že negativní tlak na realizační ceny ČEZu bude z výše uvedených důvodů největší. Výhled EBITDA zisku, resp. čistého zisku pro tyto roky tak ponížujeme z úrovní 64 – 65 mld. Kč, resp. 23 – 24 mld. Kč na úrovně 61 – 62 mld. Kč, resp. blízko hladiny 21 mld. Kč. S větší pravděpodobností zotavení tržních cen elektřiny ve střednědobém horizontu pak pro rok 2019 prognózuje EBITDA v intervalu 63 – 64 mld. Kč a čistý zisk v rozmezí 22 – 23 mld. Kč. I tak je to ale oproti naší předchozí analýze pokles výhledu z úrovně 66,3 mld. Kč, resp. 25 mld. Kč.

I v příštím roce očekáváme stabilní dividendu

Na akcie ČEZ nadále nahlížíme jako na atraktivní dividendový titul. I přes pokles zisků z posledních let ČEZ drží od roku 2013 stabilní dividendu ve výši 40 Kč na akcii. Podle našich odhadů je výplata takovéto dividendy velmi reálná i v příštím roce, a to zejména poté, co byla na konci října tuzemskými úřady odsouhlasena vratka darovací daně z emisních povolenek ve výši 3,8 mld. Kč. Jak uvádíme výše, tak tento mimořádný hotovostní příjem by mohl posunout letošní očištěný čistý zisk blízko úrovní 29 mld. Kč (což by byl téměř shodný zisk jako v roce 2014, kdy ČEZ vykázal 29,5 mld. Kč). Pokud tak ČEZ zachová přibližně stejný dividendový výplatní poměr jako v letošním roce (tedy kolem 73 – 74 %; oficiální rozpětí dividendového výplatního poměru stanovené managementem letos v květnu činí 60 – 80 % očištěného čistého zisku) pak nevidíme důvod, proč by nemohl v roce 2016 opět vyplatit dividendu 40 Kč na akcii. To je vzhledem k aktuální tržní ceně akcie velmi atraktivní dividendový výnos kolem 8 %. Při 80% výplatním poměru by dividendy v příštím roce vycházela dokonce na 43 Kč, nicméně držíme se spíše konzervativnějšího scénáře s dividendou ve výši 40 Kč.

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

2016	2017	2018	2019
43,1	34,5	31,2	31,4

zdroj: odhady Fio

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

2016	2017	2018	2019
40,4	32,4	29,2	29,4

zdroj: odhady Fio

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

2016	2017	2018	2019
35,0	28,0	25,3	25,5

zdroj: odhady Fio

Stejně jako v naší předchozí analýze předpokládáme, že ve střednědobém výhledu dividendy klesne pod hladinu 40 Kč s tím, jak očekáváme pokles čistých zisků. Na základě výše zmíněné redukce výhledu čistých zisků však přistupujeme i ke snížení projekce dividend pro roky 2017 – 2019, a to o 2 až 5 Kč na akcii. I tak se však domníváme, že hotovostní pozice ČEZu bude natolik silná (v souvislosti s očekávaným poklesem CAPEX v dalších letech o cca 10 až 12 mld. Kč ve srovnání s rokem 2015), že si bude moci dovolit držet dividendový výplatní poměr blízko horní hranice stanoveného rozpětí, tedy poblíž 80 %. To pak podle našich odhadů indikuje v roce 2017 dividendu v rozmezí 34 – 35 Kč a v letech 2018, 2019 dividendu poblíž 31 Kč na akcii. Ve vztahu k aktuální tržní ceně akcie ČEZu, resp. k naší cílové ceně ve výši 598 Kč je to pořád podle našeho názoru solidní dividendový výnos v rozmezí 6 – 7 %, resp. 5 – 6 %.

Potenciální akvizice německých aktiv Vattenfallu

Velikost dividend ve střednědobém výhledu mohou ovlivnit budoucí potenciální akvizice. ČEZ se jako relativně málo zadlužená společnost a s vědomím, že v příštích letech jeho CAPEX poklesnou, když rozsáhlé investiční aktivity spojené zejména s modernizací uhlénoho portfolia již proběhly v minulých letech, poohlídí po akvizičních příležitostech. Již zhruba rok se veřejně hovoří o zájmu ČEZu o německá aktiva švédské energetické firmy Vattenfall. V polovině letošního října ČEZ tento zájem oficiálně potvrdil, když Vattenfallu odeslal vyjádření zájmu. Vattenfall podle očekávání nabízí k prodeji hnědouhelná aktiva (čtyři elektrárny o instalovaném výkonu 8000 – 9000 MW a pět dolů) a deset vodních elektráren (ty jsou samostatně, bez hnědouhelných aktiv, neprodejně).

Vattenfall proces prodeje oficiálně zahájil teprve letos v září, vše je tedy teprve v počátcích a zatím je předčasné spekulovat, zda bude kupec vybrán již koncem letošního roku nebo se celá záležitost protáhne do roku příštího. I ČEZ tak zatím odeslal jen vyjádření zájmu, což nemá charakter závazné nabídky. Mezi dalším veřejně známým zájemcem o aktiva Vattenfallu je energetický a průmyslový holding EPH, jenž půjde do tendru společně s investiční skupinou PPF.

Jelikož zatím není vůbec zřejmé, zda nakonec ČEZ nabízená aktiva koupí, tak s touto akvizicí zatím v našem modelu ocenění nepočítáme. S německými uhelnými elektrárnami a doly jsou totiž spojena určitá politická rizika a nejistoty týkající se jejich životnosti, lze tak předpokládat, že v nejbližších týdnech a měsících bude management ČEZu teprve podrobně konzultovat problematiku budoucnosti německé uhelné energetiky jak s německými politiky a úřady, tak s představiteli Vattenfallu. Postoj samotné německé vlády k budoucnosti uhelných elektráren je v současnosti nečitelný, a to prozatím vnáší do procesu prodeje značné nejistoty.

Na druhou stranu se domníváme, že za předpokladu vyjasnění politických rizik a získání určitých garancí, že nabízené uhelné elektrárny (potažmo doly) budou v provozu minimálně další dekádu, pak by pro ČEZ koupě německých aktiv Vattenfallu znamenala zajímavou příležitost. Zhruba 8000 – 9000 MW instalovaného výkonu nabízených uhelných elektráren je totiž značný objem, jenž indikuje roční výrobu kolem 60000 GWh a podle našich prvních odhadů by to mohlo v budoucnu přinést do tržeb ČEZu cca 50 – 60 mld. Kč ročně a do EBITDA zisku alespoň 10 mld. Kč ročně.

Ve srovnání s akciemi konkurenčních evropských společností hodnotíme akcie ČEZ jako relativně levné a tedy atraktivní k nákupu

Pokud bychom tedy abstrahovali od politických rizik, pak odhadujeme, že nabízená aktiva Vattenfallu by byla v budoucnu schopna generovat pro ČEZ velmi zajímavé zisky, což by podle našeho názoru i ve střednědobém horizontu napomohlo udržovat stabilní dividendu blízko 40 Kč na akcii.

Porovnání s konkurencí

Tabulka č.11: Sektorové srovnání

	P/E	EV/EBITDA	EBITDA marže (%)	Čistý dluh/EBITDA
E.ON	11,39	3,62	6,70	4,74
RWE	6,69	2,86	12,7	1,6
Enel	12,92	6,74	20,3	1,78
EDF	8,34	3,33	23,1	0,96
Engie	13,15	5,87	15,70	2,12
Verbund	19,50	9,73	31,50	4,43
EnBW	6,41	5,37	9,70	2,01
Fortum	16,30	9,51	28,70	1,06
EVN	11,55	6,30	25,20	5,90
průměr	11,81	5,93	19,29	2,73
ČEZ	9,81	5,6	33,30	2,03

zdroj: Bloomberg, odhady Fio

Výše uvedená tabulka ukazuje na základně vybraných poměrových ukazatelů srovnání společnosti ČEZ s významnými evropskými elektrárenskými firmami. Ukazatele P/E a EV/EBITDA indikují, že akcie ČEZ jsou ve srovnání s akciemi výše uvedených konkurenčních společností relativně levné a tedy atraktivní k nákupu. Zejména je to patrné u ukazatele P/E, což je poměr tržní ceny akcie k očekávanému letošnímu čistému zisku. Akcie ČEZ se podle dat agentury Bloomberg obchodují zhruba na úrovni 9,8x násobku očekávaného letošního čistého zisku. Pokud zohledníme aktuální informaci o vrátce darovací daně z emisních povolenek, která podle našich odhadů může navýšit letošní čistý zisk k úrovním 28 – 29 mld. Kč (když management ČEZu původně plánoval 27 mld. Kč), pak hodnota ukazatele P/E se dostává k úrovním 9,4x násobku. Průměrná hodnota P/E za sektor (jenž sestavujeme z výše uvedených devíti společností) činí 11,8x a pokud tento násobek vztáhneme k očekávanému letošnímu čistému zisku ČEZu, pak to implikuje, že akcie ČEZ by se měla obchodovat alespoň kolem úrovně 590 Kč. Domníváme se tak, že akcie ČEZ se ve srovnání se sektorem aktuálně obchodují na atraktivních úrovních a nabízejí zajímavý investiční potenciál.

Ocenění společnosti

Tabulka č.12: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2015	2016	2017	2018	2019	pokračující fáze
risk free rate (%)	0,60	0,80	1,10	1,30	1,50	2,00
market return (%)	7,10	7,10	7,10	7,10	7,10	8,30
beta	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
equity risk premium (%)	6,24	6,05	5,76	5,57	5,38	6,05
cost of equity (%)	6,84	6,85	6,86	6,87	6,88	8,05
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	0,66	0,66	0,68	0,69	0,72	0,72
debt weight	0,34	0,34	0,32	0,31	0,28	0,28
WACC (%)	5,69	5,71	5,77	5,84	5,93	6,77

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

Tabulka č.13: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	37,2	35,1	31,8	31,6	33,9
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	29,7	28,1	25,4	25,3	27,1
depreciation	28,5	29,6	29,8	29,6	29,7
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	25,2	24,5	26,1	26,9	29,7
DCF	4,0	22,0	22,1	21,5	22,3
sum of the DCF	91,8				
terminal value	370,9				
net debt	143,2				
equity value	319,5				
number of shares (mil. ks)	534,1				
target price (CZK)	598				

zdroj: odhady a výpočty Fio

V naší nové analýze na energetickou společnost ČEZ přistupujeme ke snížení cílové ceny z 675 Kč na 598 Kč. Cílová cena se vztahuje k 12měsíčnímu investičnímu horizontu. Cílovou cenu snižujeme jednak na pozadí horších než původně očekávaných letošních provozních výsledků hospodaření a jednak kvůli snížení výhledu cen silové elektřiny, za které bude ČEZ v příštích letech prodávat ze svých výrobních zdrojů.

Letošní provozní ziskovost ČEZu bude negativně ovlivněna zejména neplánovanými odstávkami na jaderných blocích v Temelíně a Dukovanech. Společnost již v srpnu snížila původní výhled letošní EBITDA o 2 mld. Kč na 68 mld. Kč, když jedním z uvedených faktorů byla červencová neplánovaná odstávka na druhém bloku Temelína. Problémy s neplánovanými odstávkami však od té doby pokračovaly, a to zejména na 2. a 3. bloku Dukovan. Podle našich odhadů se letošní výpadky na jaderných blocích projeví do výroby negativně kolem 4500 GWh, což by mohlo mít nepříznivý dopad do letošní EBITDA kolem 3 – 3,5 mld. Kč. Podle našeho názoru tak existuje velká pravděpodobnost, že ČEZ při listopadovém ohlášení výsledků za 3Q 2015 opětovně sníží výhled letošního EBITDA zisku. Odhadujeme jeho korekci z 68 mld. Kč na 65 – 66 mld. Kč.

Významným aspektem korekce naší cílové ceny na akcie ČEZ je snížení výhledu realizačních (prodejních) cen elektřiny. Zhruba od poloviny letošního roku tržní cena elektřiny, zejména pod vlivem dalšího poklesu cen černého

energetického uhlí, klesla o 3 – 4 EUR na aktuálních 28 – 29 EUR/MWh. Vzhledem k tomu, že v horizontu příštích dvanácti měsíců nevidíme zásadní impulsy, které by posunuly tržní ceny elektřiny zpět k úrovním 33 – 34 EUR, tak jsme korekci tržních cen elektřiny z posledních měsíců zohlednili v naší střednědobé prognóze cen silové elektřiny, za které bude ČEZ prodávat ze svých výrobních zdrojů. To pak oproti naší předchozí analýze snižuje střednědobý výhled ziskovosti s negativním dopadem do cílové ceny.

Na druhou stranu, vzhledem k naší cílové ceně 598 Kč nabízí akcie ČEZ zhruba 20% investiční potenciál, a proto i nadále shledáváme akcie ČEZ jako atraktivní a ponecháváme nákupní doporučení. To, že akcie ČEZ jsou v současnosti podle našeho názoru podhodnocené a obchodují se na zajímavých úrovních, napovídá rovněž relativní srovnání s konkurenčními evropskými společnostmi. Zatímco akcie ČEZ se aktuálně obchoduje na úrovni cca 9,8x, resp. 11,4x násobku očekávaného čistého zisku za rok 2015, resp. 2016, tak průměrná hodnota za sektor (devět významných evropských energetik, viz. tabulka č.11) činí cca 11,8x, resp. 14,7x násobek. I podle tohoto relativního srovnání se tedy domníváme, že akcie ČEZ by se měly obchodovat na vyšších úrovních, konkrétně blíže hranici 600 Kč.

Náš pozitivní pohled na akcie ČEZ je rovněž podpořen stále atraktivním dividendovým výnosem. Navzdory výše zmíněným problémům na provozní úrovni hospodaření by nemuselo dojít ke korekci výhledu letošního očištěného čistého zisku. Ten by podle našich odhadů mohl být naopak navýšen na 28 – 29 mld. Kč z původních 27 mld. Kč, když tuzemské úřady rozhodly o vrácení části darovací daně z emisních povolenek ve výši 3,8 mld. Kč. To podle našeho názoru zvyšuje pravděpodobnost, že i v příštím roce ČEZ vyplatí dividendu ve výši 40 Kč na akcii, což vzhledem k současné tržní ceně akcie indikuje atraktivní 8% dividendový výnos. Možnost výplaty čtyřicetikorunové dividendy i v příštím roce bude podle našeho názoru faktorem, jenž bude v následujících měsících pozitivně působit na cenu akcie ČEZ.

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 premie 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					
pokračující růst	WACC				
	6,37%	6,57%	6,77%	6,97%	7,17%
0,6%	611	581	553	527	502
0,8%	637	605	575	547	521
1,0%	664	630	598	569	541
1,2%	693	657	623	592	563
1,4%	725	686	650	616	585

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 30 – 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.
- Ve střednědobém horizontu potenciál růstu tržních cen elektřiny, a to zejména díky dosažení dohody nad vznikem tržní stabilizační rezervy pro emisní povolenky a díky odstavování jaderných zdrojů v Německu.
- Realizace úspor s cílem snížit provozní náklady a podpořit ziskovost.
- Silné pátevní uhelné zdroje – Tušimice, Pruněšov (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 spoluvedoucím 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 3. 11. 2015 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 2 doporučení koupit, 1 doporučení akumulovat a 3 doporučení držet. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o pověření prezentací investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz