



Doporučení: Akumulovat
Cílová cena: 1013,- Kč

8.1.2010

Skupina ČEZ

Nové doporučení - akumulovat
Cílová cena 1013,- Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

ČEZ, a.s.

Duhová 2/1444

Praha 4, 14053

<http://www.cez.cz>

Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny

Tržní kapitalizace: 537,9 mld. Kč

Uzavírací cena k 7.10.2010: 905,10 Kč

Roční minimum: 601 Kč

Roční maximum: 1008 Kč

Zařazen v indexech: PX, BWELEC,
B WORLD

Podíl v indexu PX: 25%

Struktura akcionářů (k 7.8.2009):

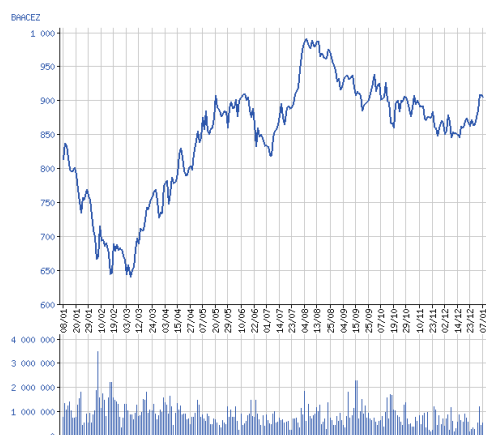
Ministerstvo financí 69,37%

Ministerstvo práce a sociálních věcí:
0,41%

Free Float :30,63%

Ukazatel beta oproti indexu PX - 0,901

Graf. č. 1roční vývoj kurzu společnosti



Energetická skupina ČEZ je významným evropským, ale také světovým hráčem na trhu s elektrickou energií. Cílovým trhem je region střední a jihovýchodní Evropy především pak Česká republika, kde se nachází většina zdrojů a také je zde spotřebována převážná část produkce společnosti. Skupina ČEZ se mimo hlavního zaměření (na výrobu a prodej elektrické energie) zabývá také aktivitami v oblasti telekomunikací, informatiky, jaderného výzkumu, projektování, výstavby a údržby energetických zařízení, těžby surovin nebo zpracování vedlejších energetických produktů a v neposlední řadě výrobou a prodejem tepla. V České republice je Skupina ČEZ třetím největším hráčem na trhu s teplem.

Základním kamenem je pro Skupinu ČEZ mateřská akciová společnost ČEZ, která je majoritním producentem elektřiny v ČR. Dnešní podoba ČEZ vznikala v roce 2003, kdy ČEZ a.s., byla spojena s distribučními závody. V současné době patří Skupina ČEZ k deseti nejvýznamnějším energetickým uskupením v Evropě a zároveň je devátou největší společností na světě působící v elektrárenství. Instalovaný výkon se na konci třetího čtvrtletí 2009 pohyboval na úrovni 14 370 MWh a výroba elektřiny dosahovala hodnoty 47 836 GWh.

Základní segmenty společnosti:

➤ **Produkce elektřiny**

Výroba elektrické energie se ročně pohybuje okolo 70 tisíc GWh (více jak 90% celkové produkce je z ČR). Převážná většina elektráren se nachází na území ČR, pouze čtyři z celkového počtu 27 jsou mimo Českou republiku. Dvě černouhelné elektrárny jsou na polském území, jedna je v Bosně a Hercegovině a další se nachází na území Bulharska. Celková produkce elektřiny za rok 2008 dosáhla hodnoty 67 595 GWh, z čehož bylo 60 921 GWh vyrobeno v ČR a zbylých 6 674 GWh bylo vyrobeno v Polsku a oblasti jihovýchodní Evropy.

Jaderná energie

Energie získávána z jadra je v současné době nejefektivnější způsob výroby energie. Právě díky jaderné energetice by mohly být vyřešeny problémy s nedostatkem energií a omezily by se emise ovlivňující globální prostředí. Při výrobě energie z jadra se do ovzduší nevypouští téměř žádné plyny, a však problémem je zde vyhořelé jaderné palivo. Jaderné zdroje současně patří všude ve světě mezi nejlevnější energetické zdroje. Kromě nízké ceny hovoří pro jadernou energii také dostatek surovin na výrobu jaderného paliva.

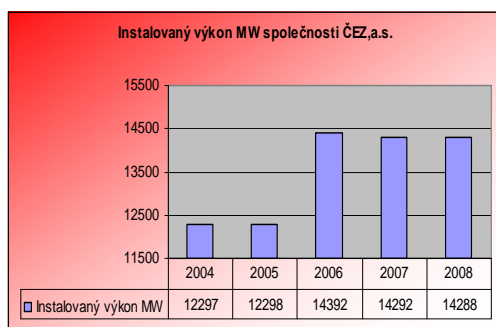
Tab. č. 1 Základní ukazatele

Skupina ČEZ	2007	2008	9M2009
Produkce el. (GWh)	73 793	67 595	47 836
Instalovaný výkon (MW)	15 540	14 016	14 370
Tržby (mil.Kč)	174563	181638	131821
EBITDA (mil. Kč)	75 326	87 210	71 008
Čistý zisk (mil. Kč)	72 764	47 351	44 185
P/E	18,70	9,02	9,26
P/S	4,25	2,31	2,43
ROA (%)	11,24	11,02	11,02
ROE (%)	22,69	26,99	26,99

Tab č. 2 Produkce elektřiny a tepla

	2006	2007	2008
Prodej elektřiny (GWh)	74102	80745	74547
Prodej tepla (TJ)	11274	15540	14016
Provozní výnosy (mil. Kč)	149134	174563	181638

Graf č. 2 Instalovaný výkon (MW)



Jaderné elektrárny v ČEZ

V současné době skupina ČEZ produkuje okolo 40% energie z jádra (26,6 TWh v roce 2008). Výroba z jádra má rostoucí trend, který by měl pokračovat i v budoucnu. ČEZ vlastní a provozuje dvě jaderné elektrárny, jedná se o jadernou elektrárnu Temelín a Dukovany. V elektrárně Temelín jsou dva jaderné bloky s instalovaným výkonem 2000 MW. Jedná se o rozšíření o další dva bloky, které by měly být osazeny generátorem čtvrté generace, který dosahuje výrazně vyšší účinnosti než dva stávající. Jaderná elektrárna Dukovany má ve dvou dvojblocích instalovány celkem čtyři tlakovodní reaktory z nichž každý z bloků má elektrický výkon 460 MW. Elektrárna Dukovany produkuje okolo 13,5 TWh ročně, což představuje téměř 20% z celkové spotřeby elektřiny v České republice.

Energie z uhlí

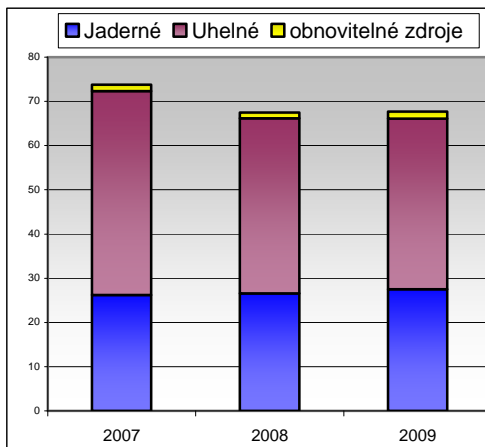
Okolo 45% světové energie pochází z uhelných elektráren. V České republice je z uhelných elektráren vyrobena více než polovina elektrické energie. Jedná se poměrně levný způsob získávání energie avšak s vyšším dopadem na životní prostředí. Uhlé elektrárny využívané skupinou ČEZ odpovídají úrovni nejlepších dostupných technik doporučených Evropskou unií a umožňují plnit požadavky nových právních předpisů pro ochranu ovzduší.

Uhlé elektrárny v ČEZ

V současné době skupina ČEZ provozuje 15 uhelných elektráren, ve kterých bylo v roce 2008 vyrobeno více jak 39 TWh. Většina z nich je hnědouhelných a jsou umístěny v blízkosti severozápadních hnědouhelných dolů. Na území České republiky je spalováno černé uhlí pouze ve dvou elektrárnách, jedná se o elektrárnu Dětmarovice a Energetiku Vítkovice. Další černouhlé elektrárny jsou mimo území ČR. V řadě uhelných elektráren Skupiny ČEZ se spolu s uhlím spaluje biomasa.

V prvním pololetí roku 2007 ČEZ úspěšně zahájil projekt obnovy zdrojů ve třech uhelných elektrárnách. Celkově plán ČEZ zahrnuje během zhruba šesti let obnovu až deseti stávajících a výstavbu až tří nových hnědouhelných bloků.

Graf č. 3 výroba z jednotlivých zdrojů (TWh)



Rok 2009 odhad produkce

Tabulka č. 3 vývoji produkce z jednotlivých zdrojů (TWh)

	2007	2008	2009
Jaderné	26,2	26,6	27,5
Uhelné	46,1	39,6	38,6
obnovitelné zdroje	1,46	1,3	1,6

Rok 2009 odhad produkce

Obnovitelné zdroje energie

Skupina ČEZ vyrábí část své energie z obnovitelných zdrojů. Jedná se však o poměrně malé množství v celkové hodnotě 1,3 TWh. Energie je získávána ze slunečního záření, z vodních elektráren, z větrných elektráren a prostřednictvím spalování biomasy. Největší podíl zde mají energie získaná z využitím vody, a to až 75% ze všech obnovitelných zdrojů. V roce 2009 však zažívá značný rozvoj fotovoltaická energie, když vysoké výkupní ceny energie přilákaly značné množství investorů.

Skupina ČEZ plánuje do konce roku 2020 zvýšit množství energie z obnovitelných zdrojů na 5,1 TWh. Největší potenciál co se budoucího rozvoje týká je ve spalování biomasy a větrné energie. Spalování biomasy umožňuje většina uhelných spaloven, ať již samostatně nebo jako ve směsi s uhlím.

Paroplynové elektrárny

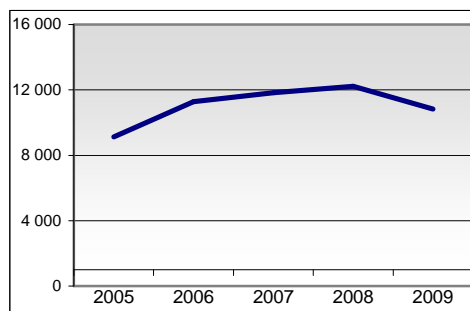
Skupina ČEZ projektuje výstavbu hned několika paroplynových elektráren. V nejpokročilejším stádiu je projekt s maďarskou společností MOL, ve kterém je jako první krok plánována výstavba paroplynových elektráren v rafinériích skupiny MOL v Bratislavě a v maďarském Százhalombatta. Instalovaný výkon by mohl u obou zařízení dosáhnout 800 MW. Celková výše investice by se měla pohybovat na úrovni 1,4 miliardy euro. Skupina ČEZ dále vyvíjí aktivity spojené s projektem na paroplynová zařízení v bulharské Varně a rumunském Galati. Jako zajímavé trhy pro výstavbu těchto zařízení se jeví trh v Polsku a Rusku.

Paroplynový cyklus se ukazuje jako velmi dobře využitelný způsob při výrobě elektrické energie. Výhodou tohoto cyklu je lepší využití vložené energie a nižší emise spalin na výrobu jedné MWh. Ve srovnání s ostatními zdroji na fosilní paliva má paroplynová elektrárna poměrně nízké investiční náklady a vyšší tepelnou účinnost. Nevýhodou však je vysoká cena paliva pro provoz turbíny, nejčastěji se jedná o zemní plyn či topné oleje.

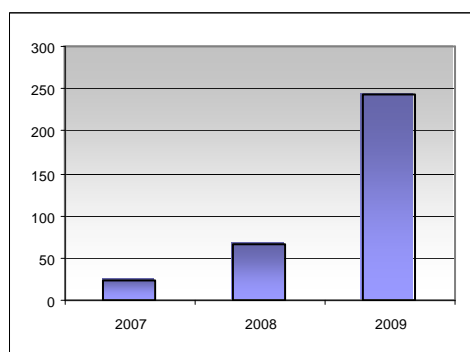
➤ Těžba uhlí

Skupina ČEZ těží hnědé uhlí přes společnost Severočeské doly, ve značné míře pro vlastní potřeby, které je používáno pro spalování při výrobě elektřiny. Severočeské doly jsou s podílem 46,9% největším hráčem na českém hnědouhelném trhu. Společnost v roce 2008 těžila v Dolech Bílina a Nástup Tušimice, kde bylo vytěženo 9,7 respektive 12,7 milionů tun hnědého uhlí. Největším odběratelem je ČEZ, a.s., pro své uhelné elektrárny v severních Čechách. V roce 2008 Severočeské doly prodaly 22,3 milionů tun uhlí, za čehož do výroben ČEZ a.s., bylo dodáno 16,7 milionů tun.

Graf č. 4 vývoj tržeb z prodeje tepla (mil. Kč)



Graf č. 5 obchodování nad rámec prodeje (mil. Kč)



Rok 2009 stav ke 30.6.

➤ **Tepl**

Při výrobě elektrické energie vzniká jako vedlejší produkt tepelná energie, které skupina ČEZ také prodává. V současné době ČEZ ovládá zhruba 12% trhu s tepelnou energií v České republice a nepatrný podíl má také na polském trhu. V ČR bylo v roce 2008 prodáno 8 901 TJ a na území Polska dosáhla produkce tepla 5009 TJ. Ve velmi omezeném množství dodává teplo také Bulharská elektrárna Varna, jedná se však o teplo, kterým zásobuje jen nejbližší okolí (tržby jsou minimální do 1 mil Kč). V následujících letech hodlá Skupina ČEZ zvýšit svůj podíl na trhu s teplem. Upevnění pozice na trhu s teplem plánuje díky akvizicím dalších společností. V závěru tohoto roku ČEZ uzavřel dohodu se společností Dalkia Česká republika o koupi 85 procent akcií firmy firmě Dalkia Ústí nad Labem za cenu 5,36 miliardy korun. Zároveň ČEZ koupí 15 procentní podíl v samotné Dalkii ČR za 3,6 miliardy Kč. Tímto nákupem získá Skupina ČEZ zhruba 30 tisíc klientů v teplárenství.

➤ **Obchodování na vlastní účet**

Skupina ČEZ obchoduje na energetických burzách také na vlastní účet, tedy nad rámec prodeje elektřiny vyrobené z vlastních zdrojů či zajištěné elektřiny pro koncové zákazníky. V roce 2008 bylo takto zobchodováno více 67 TWh elektrické energie, což je téměř trojnásobné množství oproti předchozímu roku. V roce 2009 bude takto zobchodované množství několika násobně vyšší. Obchody na vlastní účet slouží k zajištění pro budoucí prodej elektřiny, budoucí obstarání elektřiny pro zákazníky a především ke spekulativním obchodům a využívání arbitrážních příležitostí na velkoobchodních trzích.

Základními komoditami obchodovanými Skupinou ČEZ jsou elektřina a emisní povolenky. V loňském roce společnost rozšířila své obchodní aktivity o černé uhlí, se kterým obchoduje na tzv. OTC trzích na londýnské burze a zároveň zahájil obchodování se zemním plynem na tomtéž trhu. Obchodování probíhá pomocí futures a swap produktů, jejichž objem u uhlí přesáhl 3,9 mil. tun a 15 mil. tun termálních jednotek u plynu.

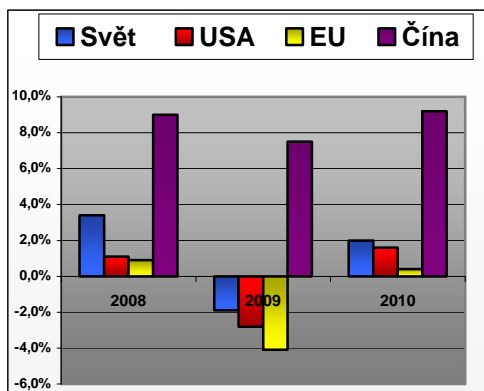
Ekonomické prostředí

Tab. č. 4 vývoj HDP

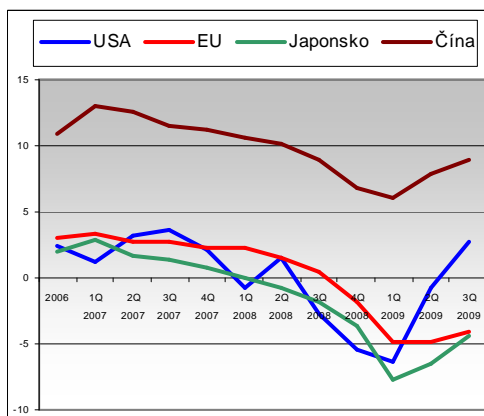
rok	2008	2009*	2010*
Svět	3,0%	-1,1%	2,1%
USA	0,4%	-2,7%	1,6%
EU	1,0%	-4,2%	0,5%
Čína	9,0%	8,5%	9,0%

* odhady

Graf č. 6 vývoj HDP vybraných ekonomik



Graf č. 7 čtvrtletní vývoj HDP vybraných ekonomik (meziroční porovnání v %)



Globální ekonomika

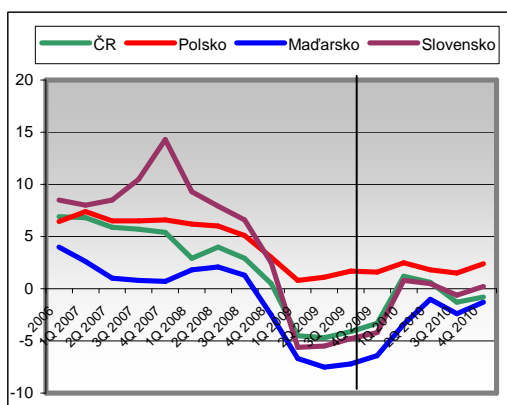
Současné ekonomické prostředí vykazuje zlepšující se tendence a globální ekonomika se pozvolna začíná vynořovat z recese. Odhaduje se, že v průběhu roku 2009 propadla globální ekonomika o 1,1%, přičemž největší podíl na globální recesi budou mít nejvyspělejší ekonomiky v čele se spojenými státy a zeměmi EU (viz tabulka č. 4). OECD vydala odhad vývoje členských zemí, ve kterém předpokládá, že 30 zemí začleněných v této organizaci propadlo za rok 2009 v průměru o 4,1%. Naopak tahouny světového hospodářství se v roce 2009 staly rozvojové země jako Čína či Indie a růst HDP se očekává také u zemí Latinské Ameriky.

Vlády vyspělých ekonomik se společně s Čínou snaží o co nejrychlejší návrat k růstu, a to prostřednictvím monetární expanze a fiskálních stimulů. Díky mnoha opatřením bylo do ekonomik napumpováno rekordní množství peněz. Poslední data o vývoji HDP ukázala, že ekonomické stimuly zafungovaly a světová ekonomika se začíná vynořovat z recese. Vliv některých stimulů na podporu ekonomiky však bude pozvolna mizet a není tedy vyloučeno, že ke konci roku 2010 nastane zbrždění globální ekonomické aktivity. Oživení, které je v tomto roce očekáváno, bude s velkou pravděpodobností velmi pozvolné, pomalé a obtížné. Světová ekonomika se bude ještě několik let vzpamatovávat ze šrámů, které v této recesi utrpěla. Jako nejvýraznější problémy vidíme vysokou míru nezaměstnanosti a enormní zadlužení ekonomik. Velmi důležité pro další rozvoj globálního hospodářství bude načasování ukončení měnových a fiskálních opatření společně se zabráněním přerušení dostupnosti úvěrů. Zatímco je jisté, že roce 2009 došlo k poklesu globální ekonomiky, tak v roce 2010 se očekává tempo růstu 2,1%.

Ekonomika EU

Po značném poklesu v první polovině roku 2009 přišlo do zemí EU pozvolné oživení a ekonomiky mnoha zemí se odrazily od svého dna. Data o vývoji HDP za třetí čtvrtletí potvrdila trend mírného zlepšení ekonomické aktivity, když nejsilnější evropské ekonomiky (Německo a Francie) vykázaly další mezičtvrtletní růst. Je pravděpodobné, že v roce 2009 poklesla ekonomika zemí EU o 4,2% a v roce 2010 je očekáván mírný růst o 0,5%. Také vývoj zemí EU však bude i nadále omezen rostoucí nezaměstnaností, společně se vzrůstajícím zadlužením téměř všech evropských ekonomik, které se v budoucnu stane brzdou vládních investic. Pro další vývoj evropského hospodářství bude velmi důležité do jaké míry a jakou dobu dokáží nejsilnější evropské ekonomiky udržet současné hospodářské stimuly. Pokud by došlo k jejich předčasnému ukončení, není vyloučen ani pokles ekonomiky EU v příštím roce.

Graf č. 8 čtvrtletní vývoj vybraných středoevropských ekonomik a budoucí vývoj (meziroční porovnání v %)



Tab. č. 5 vývoj HDP vybraných ekonomik

rok	2008	2009*	2010*
Svět	3,00%	-1,10%	2,10%
ČR	2,60%	-4,20%	0,30%
Slovensko	6,40%	-5,80%	0,30%
Polsko	5,00%	1,40%	2,10%

* Odhady

Ekonomika ČR

Česká ekonomika, obdobně jako zbytek světa, prodělala v uplynulém roce 2009 značný pokles, a to více jak 4%. Hlavní příčinnou snížení HDP je propad průmyslu a utlumení mezinárodního obchodu. Česká republika je malou otevřenou ekonomikou s vysokou závislostí na průmyslu, především na produkci automobilů a zboží a služeb s tím souvisejících. Průmysl je silně cyklický sektor, který se značnou měrou podílí na spotřebě elektřiny v ČR. Především producenti oceli (jejíž výroba je energeticky náročná) patří mezi největší a nejvýznamnější zákazníky Skupiny ČEZ. Právě hutní sektor je nejvíce zasaženým odvětvím, i přesto, že situace v průmyslu vykazuje známky stability, stále se potýkáme s meziročním poklesem produkce. Tempo poklesu, také díky německému šrotovnému, zpomalilo na říjnových 7,2 % z předchozích -11,5% v měsíci září. Je pravděpodobné, že v roce 2010 se dočkáme zotavení a mírného růstu průmyslové výroby v ČR, což může přinést zlepšení poptávky po elektřině.

Pozitivním vliv na HDP má stále dobře se držící spotřeba domácností, která doposud vykazuje meziroční přírůstky. Díky rostoucí míře nezaměstnanosti můžeme však očekávat, že také spotřeba domácností bude oslabovat. Situaci příliš nepomáhají ani nepřilíh přilíh pružné mzdy a snižování nákladů je tak realizováno v podstatě pouze přes propouštění zaměstnanců.

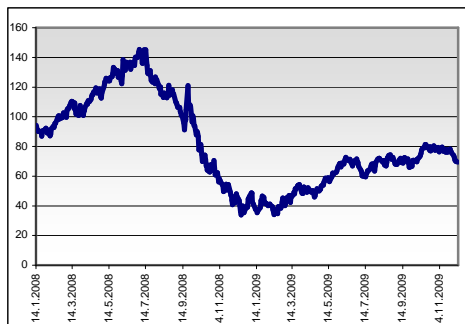
Data o vývoji HDP za třetí kvartál potvrdila mírné oživení české ekonomiky, když HDP vzrostl oproti předchozímu čtvrtletí roku 2009 o 0,8 % (meziročně pokles o 4,1%). Za lepším vývoje HDP stojí doplňování zásob, větší vládní výdaje a ekonomické stimuly ze strany některých členských zemí EU (např. šrotovné v Německu). Co však bude v příštím roce brzdit výkon ekonomiky je spotřeba domácností, na což ukazuje mezikvartální pokles o 0,6% (meziročně stále vykazuje růst).

Odhadujeme, že díky zmíněným skutečnostem poklesl v roce 2009 HDP o 4,1%. V následujícím roce je nejpravděpodobnější variantou mírný růst HDP o 0,3% (vývoj HDP v roce 2010 očekáváme v rozmezí 0,1% až 0,7%). V prvních měsících roku bude pokračovat nastolené oživení HDP, které však bude bržděno vysokou mírou nezaměstnanosti. Ve druhé polovině roku pak díky nízké spotřebě domácností a odlivu vládních stimulů bude docházet k opětovnému útlumu české ekonomiky.

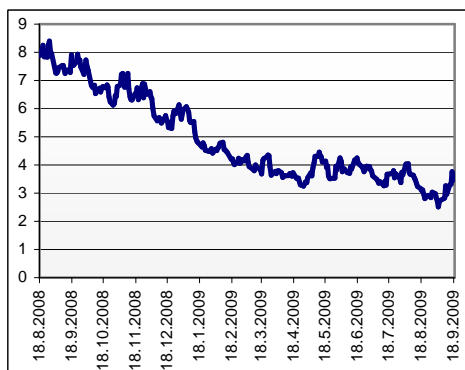
Vývoj HDP je jedním z hlavních faktorů, které ovlivňují spotřebu elektrické energie. Společně s poklesem výkonu ekonomiky dochází ke snížení spotřeby elektrické energie, především u velkooběratelů (spotřeba domácností je stabilní). Díky nepatrnému růstu české ekonomiky v roce 2010 není tedy možné očekávat výraznější zvýšení poptávky z velkooběratelského sektoru. Předpokládáme však, že dojde k zastavení poklesů a v první polovině roku i mírnému nárůstu.

Vývoj na trhu s energiemi

Graf č. 9 vývoj cen ropy (usd/barel)



Graf č. 10 vývoj cen zemního plynu (usd/MMBtu)



Graf č. 11 vývoj cen elektřiny na německé burze (EUR/MWh)



Od poloviny loňského roku, kdy celosvětově začala splaskávat komoditní a energetická bublina, jsme byli svědky značného poklesu cen komodit a energií a zároveň jejich spotřeby. V první polovině roku 2009 došlo ke stabilizaci cen energetických komodit a elektřiny, která byla následována růstem cen (zvláště výrazným u ropy). Cena elektrické energie však díky pokračujícímu poklesu spotřeby a také nadprůměrně teplému počasí i nadále klesá a opět se přiblížila svým lokálním minimům z března loňského roku.

Vývoj energetických komodit na světových trzích je jedním z důležitých vlivů na ceny elektřiny. Je zřejmé, že ropa se již odrazila od svého dna a nastolila opět růstový trend. Cena černého zlata vyskočila ze svých minimálních hodnot 30 dolarů k hranici 80 dolarů za jeden barel. K nárůstu cen přispělo hned několik faktorů, a to především zvýšené nákupy ze strany Číny (využila nízkých cen k vybudování strategických rezerv), vidina oživení globální ekonomiky, zvýšený optimismus na trzích a obava investorů z budoucí vysoké inflace. Předchozí vysoké ceny byly do velké míry vyvolány spekulativní poptávkou ze strany investorů, kteří se tak zajišťovali proti slábnoucímu dolaru a budoucí vysoké inflaci. Reálná poptávka po ropě je však stále nízká a v krátkodobém horizontu je tedy možné očekávat korekci cen ropy. I přesto, že dno ekonomického propadu jsme již s velkou pravděpodobností našli, v budoucnu nelze čekat rychlé oživení ekonomik a obnovení světové produkce, což nutně musí způsobit tlak na pokles reálné poptávky po ropě a plynu. Současná krize přinesla výrazný propad celosvětové produkce a největší průmyslové velmoci zaznamenaly strmý pád. Pokles světové výroby se musel projevit na reálné poptávce po energiích a energetických komoditách. V dlouhodobém horizontu očekáváme, že ropa společně s plynem si budou i nadále připisovat zisky. S růstem ekonomik bude docházet ke zvyšování spotřeby ropy a nabídka pak může být nedostatečná. V následujících třech letech očekáváme, že ropa opět vzroste nad hranici 100 dolarů za barel, a to především díky nedostatečným produkčním kapacitám. S růstem cen energetických komodit, jenž bude vyvolán vyšší světovou produkcí, se dočkáme také zvýšení cen elektřiny.

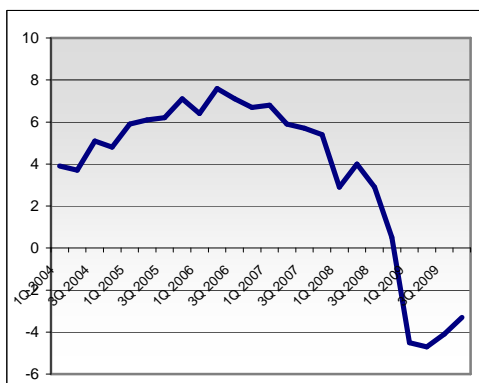
Vývoj energetického trhu

Nejvýznamnějším evropským trhem s elektrickou energií je německá burza v Lipsku, kde probíhá největší množství obchodů a je tedy směrodatným trhem pro stanovení ceny elektrické energie pro region CEE. Svých maximálních hodnot dosáhla cena elektřiny v polovině roku 2008, kdy překonala hranici 90 EUR/MWh. V souladu s celosvětovou krizí a propadem energetických komodit poklesly ceny elektřiny k hodnotě 40 EUR/MWh. Za razantním propadem stojí celosvětový propad produkce a pokles spotřeby elektrické energie od velkoodběratelů. V současné době se cena za MWh pohybuje okolo 45 EUR.

Graf č. 12 vývoj cen emisních povolenek (EUR)



Graf č. 13 Vývoj HDP v ČR (%)

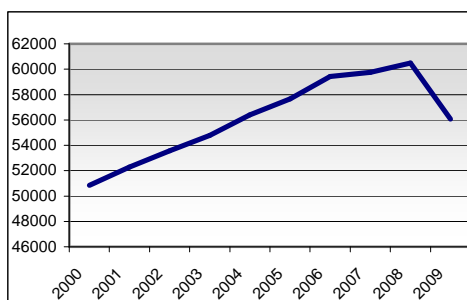


Ceny elektrické energie obchodované na burze pro roky 2009 a 2010 poklesly o více než 40 % oproti nejvyšším cenám roku 2008. Hlavní příčinou je společně s klesající spotřebou velkoobtěratelů propad cen ropy a dalších komodit, jako například plynu, uhlí a povolenek CO₂. Vývoj cen elektřiny je v současné době negativně ovlivněn stále utlumenou spotřebou velkoobtěratelů. Je pravděpodobné, že jsme svědky stabilizace cen elektřiny a v následujících letech můžeme očekávat mírný růst cen. S oživením ekonomik lze čekat opětovné nastolení růstového trendu u energií. I přes pokles spotřeby v tomto roce, je možné počítat s budoucím nedostatkem výrobních kapacit v regionu střední a jihovýchodní Evropy. Ochlazení výstavby produkčních kapacit společně s nižší ochotou bank k poskytování úvěrů a negativními tlaky od organizací na ochranu životního prostředí povedou v dlouhodobém horizontu k nedostatku elektrické energie a výraznému růstu cen elektřiny. Je pravděpodobné, že v roce 2010 se ceny elektřiny obchodované na burze vzrostou zpět k hranici 55 EUR/MWh a roce 2011 počítáme s průměrnými cenami nad úrovní 65 EUR/MWh.

Energetický trh v ČR

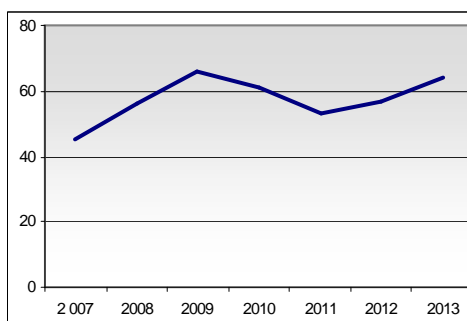
Trh s elektrickou energií v České republice je plně liberalizován a je součástí střeoevropského energetického trhu. Primárním a především cenotvorným trhem je energetická burza v německém Lipsku. Ceny jsou tvořeny na základě nabídky a poptávky po elektřině, obchody jsou uzavírány na Energetické burze Praha, jejíž vznik se datuje na 1.7.2007. Zde je možné obchodovat elektřinu od ročních až po denní kontrakty. Celkový podíl ČEZu na maloobchodním trhu v ČR je cca 45%. ČEZ je dominantním výrobcem elektrické energie na trhu v ČR a významným hráčem na trhu střední a jihovýchodní Evropy. Skupina ČEZ, která je stěžejním hráčem na českém energetickém trhu, používá transparentní cenový mechanismus, který je založen na postupném nákupu elektřiny na burze. Do koncové ceny pro spotřebitele se výrazně promítá cena tzv. silové elektřiny, která je obchodovaná na energetické burze. Tuto složku ovlivňuje ČEZ svými nákupy na burze, druhou složku ceny vyhláší energetický úřad. ČEZ postupně nakupuje elektřinu pro zákazníky již od začátku předchozího roku (např. nákupy na rok 2010 začaly v únoru 2009). Jak uvádí skupina ČEZ, potřebný objem elektřiny pro rok 2010 je rozdělen na devět stejných dílů – tzv. slotů, které se nakupují postupně od února do října 2009. Cena jednotlivého měsíčního slotu vždy odpovídá váženému průměru cen nákupu v jednotlivých dnech daného měsíce.

Graf č. 14 Vývoj poptávky po elektřině v ČR (GWh)



* u roku 2009 se jedná o odhad

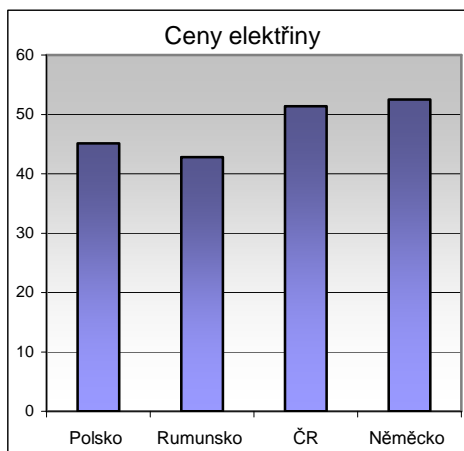
Graf č. 15 Vývoj ceny elektrické energie a predikce do roku 2013 (EUR/MWh)



Po několikaleté silné konjunktře ekonomiky, která přinesla jak růst spotřeby elektrické energie, tak i její výrazné zdražování, jsme prodělali ekonomickou recesi jenž měla za následek útlum energetického trhu. Zatímco poptávka dosáhla svého vrcholu v roce 2008, kdy bylo v ČR spotřebováno 60 478 GWh, tak prodejní ceny skupiny ČEZ, díky cenovému mechanismu, vzrostly na své maximum v roce 2009 (produkce byla rozprodána převážně v roce 2008 kdy ceny na burze dosáhly maxima), a to i přes pokles spotřeby. Spotřeba elektřiny v prvních třech čtvrtletích roku 2009 poklesla oproti loňskému roku o 6,9 % na 41,7 TWh. Na tomto poklesu má největší podíl snížení poptávky od velkoodběratelů, kde byl pokles o 11,5%, zatímco spotřeba od domácností zaznamenala mírný nárůst o 0,5%. V současné době je díky nižší spotřebě energií a aktuálně dostatečným kapacitám ovlivňována cena elektřiny především faktory na straně poptávky (počasí, spotřeba domácností a vývoj v průmyslu) a také propadem cen paliva potřebného při výrobě elektrické energie (uhlí, plyn, CO₂ a ropa). Prodejní ceny skupiny ČEZ se v roce 2008 pohybovaly na úrovni 56 EUR/MWh a v roce 2009 byly cca. 65 EUR/MWh. Avšak díky tomu, že ceny elektrické energie obchodované na burze pro roky 2009 a 2010 poklesly o více než 40 % oproti nejvyšším cenám roku 2008, budou prodejní ceny pro roky 2010 a 2011 nižší než tomu bylo v předešlém roce. Prodejní cena Skupiny ČEZ pro rok 2010 poklesne na 60 EUR/MWh a v roce 2011 odhadujeme další pokles cen na 53 EUR/MWh. V roce 2012 je díky oživování světové ekonomiky a průmyslové produkce počítáno s růstem cen na 58 EUR/MWh a následně počítáme v průměru s 8% zvýšením cen elektřiny ročně až do roku 2015.

Zahraníční aktivity

Graf č. 16 srovnání cen elektřiny (EUR/MWh)



Strategickým záměrem Skupiny ČEZ je stát se vedoucím hráčem na trhu s elektřinou střední a jihovýchodní Evropy. K dosažení tohoto záměru přispělo získání majoritních podílů v bulharských distribučních společnostech, jedná se o Elektrorazpredelenie Stolichno AD, Elektrorazpredelenie Sofia Oblast AD a Elektrorazpredelenie Pleven AD a akvizice bulharské elektrárny Varna. V jihovýchodní Evropě skupina ČEZ dále získala rumunskou distribuční společnost Electrica Oltenia (přejmenována na CEZ Distributie S.A). Aktivity Skupiny ČEZ v tomto regionu reprezentují také úspěšné akvizice v Turecku a Albánii. V srpnu 2008 ČEZ, a. s., koupil projekt výstavby dvou větrných farem v Rumunsku - Fantanele a Cogeaalac - s celkovým instalovaným výkonem 600 MW, což je výstavba největší přímořské větrné farmy v Evropě. Ve střední Evropě má většinové podíly v hornoslezských elektrárenských společnostech Elektrociepłownia Chorzów "ELCHO" Sp. z o.o. a Elektrownia Skawina S. A. V září 2008 ČEZ odkoupil polský státní podíl ve společnosti Elektrownia Skawina S.A. a v roce 2009 i zbývající minoritní podíly a prostřednictvím své dceřiné společnosti CEZ Poland Distribution B.V. a nyní vlastní v elektrárně podíl ve výši 100 %. Skupina ČEZ rozvíjí své aktivity v mnoha zemích střední a jihovýchodní Evropy, jedná se především o Bosnu a Hercegovinu, Srbsko, Kosovo, ale také Maďarsko Slovensko, Rusko a Ukrajinu.

Situace na trhu u nejvýznamnějších zemí

Polsko

Polský energetický trh je v současné době plně liberalizován a zákazníci mají možnost individuální volby dodavatele elektřiny. Ceny elektrické energie na polském trhu jsou stále mírně pod úrovní cen elektřiny v Německu a České republice, a to i přes značné přiblížení v průběhu roku 2009. V následujících letech se očekává její plná konvergence, díky čemuž má polský energetický trh potenciál dalšího růstu.

Bulharsko

V Bulharsku jsou ceny elektřiny, podle energetického zákona oficiálně uvolněny od 1. 7. 2007, stále však přetrvává systém kvót určujících dodávky elektřiny s určitou státní regulací. Objem regulované elektřiny se pohybuje okolo 80 % a i přes značný růst cen se stále pohybují mírně pod úrovní cen na burze v Lipsku. Druhým významným státním zásahem je omezení vývozu na 25% dodávky koncovým bulharským zákazníkům. Také v Bulharsku je očekáván růst cen elektřiny.

Rumunsko

Také v Rumunsku probíhá energetický sektor transformací a privatizací, díky čemuž se přibližuje modelu užívaných v ostatních státech EU. Výroba je prozatím pouze přes tři státní společnosti. Trh s elektřinou je v přechodném období a rychle směřuje k liberalizaci. Přibližně 40 % zákazníků má status oprávněných zákazníků a zbylých 60 % podléhá regulaci. Zde jsou ceny elektřiny jedny nejnižší v regionu a je pravděpodobné jejich další zvyšování.

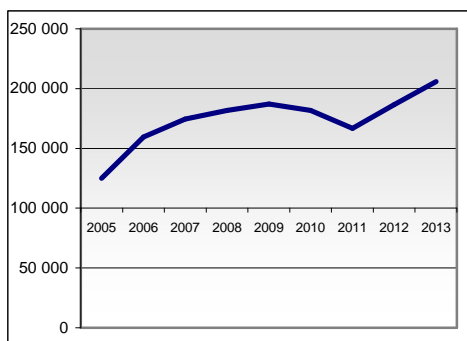
Hospodaření společnosti ČEZ

Tab. č. 6 výnosy (mld. Kč)

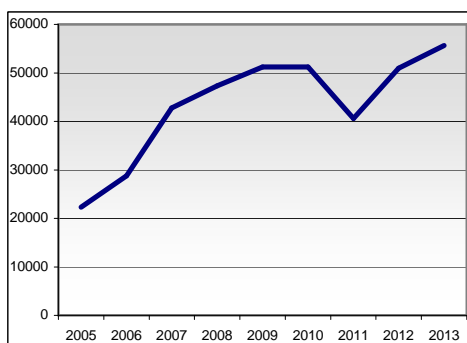
rok	2006	2007	2008	2009*
Výnosy z prodeje elektřiny	148,3	160,1	165,3	172,2
Výnosy z prodeje tepla	11,3	11,8	12,2	10,8
Výnosy z derivátů	0	2,7	4,1	4,2

* odhad

Graf č. 17 vývoj tržeb a jejich predikce (mil. Kč)



Graf č. 18 vývoj zisku a jeho predikce (mil. Kč)



Energetický gigant ČEZ vykázal v posledních letech výrazný růst hospodářských výsledků. Silné hospodářské výsledky byly pozitivně ovlivněny jak ekonomickou konjunkturou, tak i sloučením výroby elektřiny (ČEZ a.s.) s lokálními distribučními společnostmi. Kladný vliv na hospodaření mají také akvizice, které společnost v předchozích letech provedla. Velmi dobrých hospodářských výsledků bylo dosaženo také v roce 2009, a to i přes pokles spotřeby elektřiny a propad cen na energetických burzách. Cenový útlum se do hospodaření Skupiny ČEZ promítne v následujícím roce a negativní vliv bude patrný především v roce 2011 (viz tabulka č. 7).

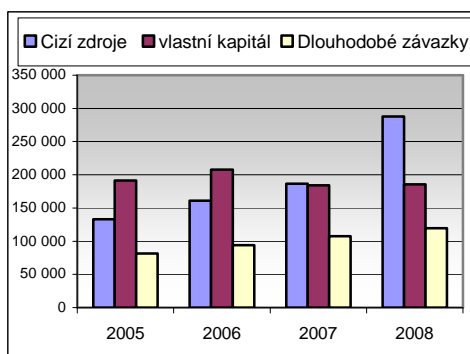
Tab. č. 7 hospodářské výsledky (mil. Kč)

	2008	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
Celkové výnosy	181 638	187 151	181 851	172 126	186 445	205 720
náklady	-116 475	-119 007	-114 549	-111 689	-118 678	-131 720
EBITDA	87 210	91 538	91 398	84 774	91 617	98 804
EBIT	65 163	68 144	67 302	60 437	67 767	74 000
Čistý zisk	47 351	52 248	51 209	44 823	50 930	55 623

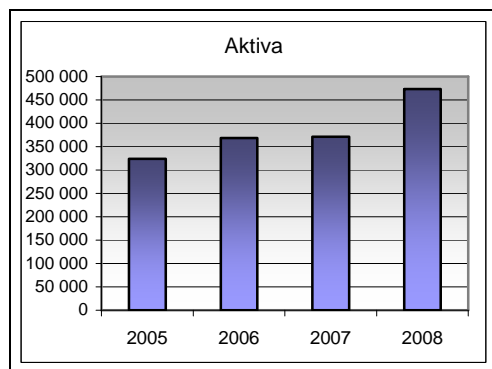
* predikované výsledky

Hospodaření v roce 2009 by podle našich odhadů mělo vykázat mírný růst. I přes pokles spotřeby elektřiny a nižší produkci očekáváme nárůst jak tržeb tak ziskovosti společnosti. Na úrovni tržeb je odhadován růst o 3 % a na úrovni provozního zisku předpokládáme hodnotu o 4,5% vyšší než v roce 2008. Čistý zisk se v meziročním porovnání zvýší o 8,2% a zisk na provozní úrovni (EBIT) o 4,6%. Pozitivně byl rok 2009 ovlivněn především vyššími prodejními cenami elektřiny a také optimalizací výrobních zdrojů. Díky propadu cen elektřiny na burze jsou odstavovány některé uhelné elektrárny a elektřina pro koncové zákazníky je nakupována na trhu. Snížení vlastní produkce pak přináší úsporu na emisních povolenkách a při nákupu paliva. Negativní vliv na hospodaření v roce 2009 má nízká cena velkoobchodní elektřiny, avšak pouze na otevřené a nezajištěné pozice u elektřiny. Nutnost prodejů přes burzu i za aktuálně nízké ceny, zvyšuje také klesající spotřeba u velkoobdobatelů. Díky optimalizaci nákladů, kdy jsou podle potřeby některé elektrárny s vyššími provozními náklady odstavovány, očekáváme v roce 2009 pouze nepatrný nárůst nákladů, a to o 2,2%. K odstavkám dochází především u hnědouhelných elektráren, kde je úspora jak na palivu, tak na nespotebovaných emisních povolenkách. Naopak mezi elektrárny s nejlevnějším provozem patří vodní, větrné a jaderné elektrárny. Tyto zdroje jsou nasazovány do provozu i při minimální zátěži. Obnovitelné zdroje elektřiny jsou však nestabilní a není možné jejich stálé využití a produkce elektřiny z jádra je kapacitně omezena a v následujících pěti letech není pravděpodobné zvýšení výrobní kapacity v jaderných elektrárnách.

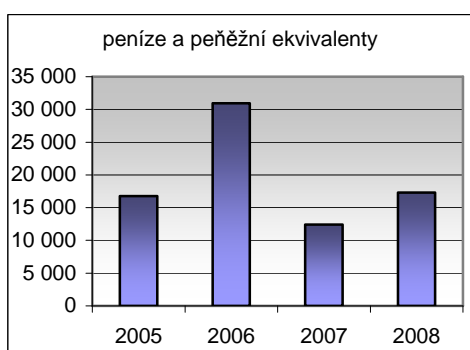
Graf č. 19 vývoj vybraných rozvahových položek (mil. Kč)



Graf č. 20 vývoj celkových aktiv (mil. Kč)



Graf č. 21 vývoj peněžních prostředků (mil. Kč)



Aktuální nízké ceny elektřiny obchodované na energetických burzách budou mít negativní dopad na hospodářské výsledky pro roky 2010 a 2011. Očekáváme, že v roce 2010 dojde k mírnému poklesu prodejních cen, ale zároveň počítáme se stabilizací objemu produkce. Avšak díky optimalizaci zdrojů dojde v příštím roce ke zvýšení ziskových marží společnosti. Celkové výnosy poklesnou v příštím roce o 2,8% a u nákladů počítáme se snížením o 3,7%, díky čemuž zůstane zisk téměř nezměněný. Předpokládáme, že dojde k mírnému nárůstu u prodejů tepla. Výraznější cenový pokles nastane především u cen pro rok 2011, kde odhadujeme průměrnou prodejní cenu na 53 EUR/MWh. Celkové výnosy se sníží o 5,4% a čistý zisk poklesne o 12,4%. Díky zvýšené spotřebě elektřiny však nebude velký prostor pro snížení nákladů. Počítáme s poklesem celkových nákladů o 2,6%. Od roku 2011 očekáváme opětovně výraznější oživení ekonomického růstu s čímž bude spojena zvýšená poptávka po elektrické energii a vyšší ceny elektřiny. Do roku 2014 je odhadován průměrný roční růst celkových výnosů ve výši 8,57%, k čemuž přispěje také zvýšení podílu na trhu s teplem a větší výnosy z prodeje tepla. Pozitivní přírůstky k celkovým výnosům čekáme také u obchodování s deriváty. Ve stejném období předpokládáme zvýšení celkových nákladů v průměru o 8,3% ročně. Rychleji rostoucí celkové výnosy, ve srovnání s náklady, přinesou zvýšení čistého zisku v průměru o 10,2% ročně.

Skupina ČEZ má stejně jako ostatní energetické společnosti vysoký podíl stálých aktiv. Vysoký podíl stálého majetku je způsoben minimální hodnotou zásob (spojených v převážné většině s těžbou uhlí), vlastnictvím elektrárenských komplexů a rozvodových sítí. Díky mnoha akvizicím, které jsou v posledních letech Skupinou ČEZ prováděny vzrostl v roce 2008 podíl stálých aktiv na hodnotu 473 175 mil. Kč. Oproti předchozímu roku došlo v roce 2008 k nárůstu celkových aktiv o 27,5%. Stálá aktiva se zvýšila o 4,9% právě díky akvizicím společnosti, které ještě nebyly zcela dokončené do konce roku 2008, tento efekt se plně projevil až v roce 2009. S růstem aktiv je spojeno zvýšení zdrojů skupiny ČEZ, a to především cizího kapitálu. Nejvíce růstovou složkou na straně pasiv byly cizí zdroje, především nárůst v roce 2008 oproti roku 2007 o 58% je nejmarkantnější. O tento nárůst se zapříčinily hlavně četné akvizice financované úvěry u bank a nově emitovanými dluhopisy, které ČEZ, a.s. používá k výstavbě nových elektráren a k údržbě a opravám stávajících elektráren. K získání kapitálu využívá ČEZ hlavně emitování dluhopisů, kde má, díky příznivému hodnocení ratingových agentur, velmi výhodné podmínky při získávání dlouhodobých peněz. Díky zpětnému odkupu akcií, který byl v předchozích letech realizován byl snížen vlastní kapitál. Část odkoupených akcií byla ponechána na manažerský opční program, ale převážná většina byla vyřazena a o jejich hodnotu byl snížen základní kapitál společnosti.

Tab. č. 8 Vývoj kapitálových výdajů (mil. Kč)

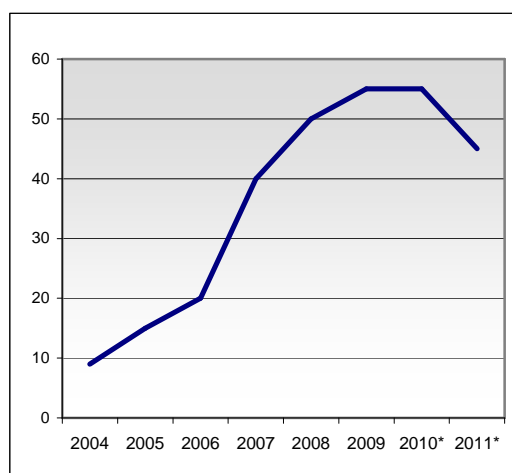
Rok	2007	2008	2009*	2010*
CAPEX	30 666	46 186	49 521	56 398
v ČR	27 403	33 727	34 269	41 698

* odhady

Tab. č. 9 Vývoj dividend (Kč)

Rok	2007	2008	2009*	2010*	2011*
Čistý zisk	42 764	47 351	52 248	51 209	44 823
Dividenda	40	50	55	55	45

* odhady

Graf č. 22 vývoj výplaty dividend (Kč)

* odhady

Investice

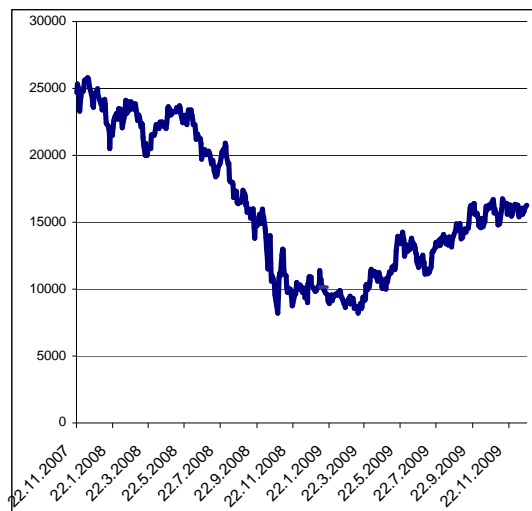
Investiční výdaje Skupiny ČEZ plynou především do obnovy a rozšiřování stávající produkční kapacity, a to na rozsáhlé akvizice, které jsou prováděny a na výzkum a vývoj. V současné době probíhá obnova elektrárny Tušimice, která potrvá do konce roku 2010. Jedná se o rozsáhlou rekonstrukci prakticky všech technologických celků, která si vyžádá investici ve výši 25 miliard korun. Dalších 30 miliard korun bude investováno do výstavby nového uhelného bloku v elektrárně Ledvice. Jedná se o nejmodernější blok ve středí Evropě s hrubou účinností 47% a výkonem vyvedeným do soustavy 400 kV.

Skupina ČEZ se také zaměřuje na výrobu elektřiny z obnovitelných zdrojů. V tomto roce uvedla do provozu fotovoltaickou elektrárnu v Hrušovanech nad Jevišovkou. Výstavba 17 425 solárních panelů si vyžádala částku ve výši 380 milionů korun. Významným obnovitelným zdrojem bude největší větrná elektrárna v Evropě, která bude postavena v Rumunsku, jedná se o výstavbu 240 větrných turbín v blízkosti provincií Cogeaalac a Fantanele. Celkový výkon této elektrárny bude dosahovat 600 MWh a termínem dokončení je rok 2011. Celková částka na výstavbu by měla dosáhnout zhruba 26 miliard korun. V následujících letech bude většinu investičních výdajů tvořit obnova a rozšiřování stávajících zdrojů společně s akvizicemi v regionu jihovýchodní Evropy.

Dividenda

Skupina ČEZ pravidelně vyplácí dividendu, aktuální poměr výplaty dividendy se pohybuje v rozmezí 50-60% z čistého zisku. Je pravděpodobné, že i přes politické tlaky bude výplatní poměr dodržen také v budoucích letech. Očekáváme, že za rok 2009 bude dividendu ve výši 55,- Kč na akcii a se stejnou výší dividendy počítáme také v následujícím roce. Díky zhoršení hospodaření počítáme v roce 2011 s poklesem dividendy na 45,- Kč na akcii.

Graf č. 23 vývoj akcií společnosti MOL
(HUF/akcii)



Spolupráce s MOL a opce na akcie

Skupina ČEZ a maďarská společnost MOL vytvořily dohodou o založení společného podniku strategickou aliancí dvou významných elektrárenských společností. Bude vytvořen nový podnik ve kterém bude mít jak ČEZ, tak i MOL rovnoprávný 50% podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech. Společný podnik se zaměří na výrobu elektřiny v plynových elektrárnách včetně související infrastruktury ve čtyřech státech střední a jihovýchodní Evropy - Maďarsku, Slovensku, Chorvatsku a Slovinsku. V rámci této spolupráce nakoupil ČEZ od maďarské společnosti 7% podíl na jeho základním kapitálu, MOL zároveň získal nákupní právo od Skupiny ČEZ na odkup těchto akcií. Jedná se o právo prostřednictvím call opce s realizační cenou 20 000 HUF za jednu akcii. Opce je uplatnitelná do roku 2014 a pokud nebude opce uplatněna bude investice ČEZ do akcií MOL vložena do společného podniku. Původní podmínky opce byly v letošním roce změny, především se jedná o prodloužení splatnosti o tři roky do roku 2014. Podle společnosti ČEZ nové podmínky, které nejsou přesně známy, lépe odráží měnící se podmínky na kapitálových trzích. Na počátku roku 2008, po odečtení opční prémie, vyústil nákup akciového podílu v MOL ve výdej hotových prostředků ve výši cca 560 mil. EUR. Díky pohybu akcií MOL vzniká společnosti ČEZ finanční zisk či ztráta (růst akcií se projevuje finančním ziskem), přesný dopad opce na hospodaření však nelze díky neznámým podmínkám opce jednoznačně určit.

Porovnání s konkurencí

Graf č. 24 porovnání s indexem PX a oborovým indexem BWELEC



Tab. č. 10 srovnání vybraných poměrových ukazatelů

Společnost	P/Bw	P/S	P/E	Dluhy/ aktiva	Dluh/vl. kapitál
CEZ a.s.	2,16	2,48	9,45	20,49	59,41
ENEL OGK	1,98	1,91	30,89	12,42	48,88
EDF	2,85	1,11	21,51	24,24	193,17
E.ON AG	1,80	1,63	12,29	26,14	119,12
RWE AG	2,79	0,76	17,42	19,43	116,36
ENDESA	1,96	1,01	6,99	32,23	110,45
Průměr	2,26	1,48	16,43	22,49	107,90

Vývoj akcií energetické společnosti ČEZ se vyznačuje, díky velké váze, značnou korelací jak s indexem pražské burzy PX tak s oborovým indexem energetických společností BWELEC. V prvních měsících roku, pod vlivem hluboké globální hospodářské recese, poklesly akcie Skupiny ČEZ k hodnotě 600 korun za akcii. Následně, s vidinou oživení ekonomické aktivity, zaznamenaly poměrně silný růst nad hranici 1000 korun za akcii. Obdobný byl i vývoj obou zmiňovaných indexů (viz graf č. 24).

V porovnání tržních ukazatelů má ČEZ jednu z nejnižších hodnot P/E a je výrazně lepší než průměr uvedených společností (nejvýznamnější energetické skupiny v Evropě). Lepší poměr ceny akcií k zisku na akcii nabízí pouze Endesa (díky jednorázovému vlivu prodeje divize). Také ukazatel P/Bv má lepší hodnotu než je průměr odvětví a přináší tak přidanou hodnotu pro akcionáře. Skupina ČEZ má nejvyšší dividendové krytí mezi porovnávanými společnostmi, a to při nejnižším výplatním poměru v odvětví. Díky nižším tržbám přesahuje hodnota ukazatele P/S průměr oborových společností. Nižší tržby a nadprůměrný zisk na akcii ukazují na velmi dobré ziskové marže společnosti.

Velmi dobrých výsledků dosahuje energetický gigant společnost ČEZ při porovnání zadlužení, jak v poměru k celkovým aktivům, tak v poměru k vlastnímu kapitálu, kde jsou hodnoty zadlužení velmi nízké a ve srovnání se sektorem nadprůměrně dobré. Na velmi dobrou strukturu rozvahy ukazuje také koeficient samofinancování, kdy ČEZ je schopen ze svých vlastních zdrojů uhradit 39,18% nákladů na provoz, což je nejvyšší hodnota mezi srovnávanými společnostmi (viz. tabulka č. 10). Je pravděpodobné, že v následujících letech bude ČEZ zvyšovat své zadlužení (především emisím dluhopisů), a to pro potřeby naplňování vize jednoho z nejsilnějších hráčů v regionu střední a jihovýchodní Evropy. Další akvizice jsou plánovány především v jihovýchodní Evropě, kde méně rozvinutý a doposud málo liberalizovaný trh s elektrickou energií poskytuje velký potenciál.

**Tab. č. 11 srovnání vybraných
fundamentálních ukazatelů**

Společnost	ROE	ROA	EBIT marže	EAT marže
CEZ AS	26,99	10,01	48,01	26,07
ENEL OGK	22,95	4,53	16,01	10,13
EDF	13,53	1,76	12,30	7,90
E.ON AG	4,65	1,02	17,90	1,80
RWE AG	19,68	2,74	16,98	5,23
ENDESA	49,30	12,25	31,73	32,90
Průměr	22,85	5,39	23,82	14,01

Také ukazatele rentability řadí skupinu ČEZ mezi nejlepší společnosti v oboru. Ke zlepšení rentability vlastního kapitálu dochází, jak díky silnému růstu zisku, tak i díky zpětnému odkupu akcií (snižuje vlastní kapitál). Skupina ČEZ v minulosti měla ve srovnání s odvětvím velké množství vlastního kapitálu, kterým financovala chod společnosti, což se po zpětném odkupu změnilo a většina expanze a údržba začala být hrazena z cizích zdrojů. Díky těmto krokům se rentabilita celkového kapitálu a také rentabilita vlastního kapitálu o mnoho zlepšila. Hodnoty rentability celkových aktiv, tak i vloženého kapitálu výrazně překonávají průměr odvětví. Lépe si vede pouze společnost ENDESA, která má tento ukazatel vyšší díky vyprodukovanému zisku z prodeje své divize. Společnost ČEZ tak z hlediska rentability vloženého kapitálu poskytuje akcionářům značnou atraktivitu, zatímco společnost EON se hodnotou tohoto ukazatele přibližuje výnosu mnohých dluhopisů, které aktuálně přinášejí vyšší rentabilitu než samotná společnost.

Společnost ČEZ je ve srovnání marží na úrovni EBIT a EBITDA s konkurencí v tomto hledisku excelentní. Ve srovnání s konkurencí má nízké náklady a velký růst zisku zaručuje nadprůměrné hodnoty jak rentability, tak ziskových marží. Z hlediska tohoto ukazatele se řadí v porovnání s konkurenčními energetickými společnostmi mezi nejlepší na světě. Velmi dobré marže má, z již zmiňovaných důvodů, společnost ENDESA.

V porovnání s konkurencí v odvětví patří ČEZ mezi nejúspěšnější energetické uskupení a zároveň mezi nejziskovější společnosti v regionu CEE. Má nejvyšší ziskovou marži jak hrubou, tak čistou ze všech sledovaných společností a to z ní dělá v porovnání jednu z nejatraktivnějších společností v tomto oboru. Ukazatele zadluženosti má ve srovnání s těmito společnostmi na nižších hodnotách a spolu s ukazatelem rentability a nízkými hodnotami P/E a P/BV dělá z akcií ČEZ velmi zajímavou a vhodnou investici. Je však pravděpodobné, že díky budoucím akvizicím dojde ke zvýšení zadlužení společnosti. Tyto akvizice by se však v následujících letech měli projevit zvýšením tržeb a zisku Skupiny ČEZ.

Stanovení cílové ceny

Tab. č. 12 Stanovení diskontní míry na základě modelu oceňování kapitálových aktiv (CAMP)

Výnos desetiletého státního dluhopisu	3,85%
Ukazatel Beta	0,901
Tržní úroková míra	4,76%
riziko zemně	6,13%
Diskontní sazba	10,80%

Tab. č. 13 Vývoj vyplacené dividendy (Kč)

rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
dividenda	55	55	45	53	58	60

Ocenění společnosti

Pomocí modelu Free Cash Flow to Equity (FCFE) a diskontního dividendového modelu (DDM) byla stanovena cílová cena pro akcie společnosti ČEZ hodnotu 1013,- Kč za akcii. Cílová cena byla stanovena jako průměrná hodnota obou modelů, s tím že větší váha je přikládána modelu FCFE. Stanovená cílová cena poskytuje vzhledem k současné tržní ceně 905,-Kč růstový potenciál 12%. Zamýšlený horizont uvedené investice je 12 měsíců.

Pro výpočet uvedené vnitřní hodnoty společnosti ČEZ byl použit model Free Cash Flow to Equity a jako doplňkový byl použit dividendový diskontní model. Pro potřeby výpočtu modelů bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (např. tržby, zisk, náklady, odpisy, investice, dividendy). K výpočtu bylo použito vlastních expertních odhadů budoucího hospodaření firmy, v kombinaci s odhady uveřejňované agenturou Bloomberg. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následné diskontování.

Diskontní míra pro akciový titul ČEZ (BAACEZ) byla stanovena na úroveň 10,8% a pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAMP, viz tabulka č. 12). Diskontní sazba byla vypočtena jako součet bezrizikové složky a prémie za riziko. Bezriziková složka byla stanovena na základě výnosu z desetiletého státního dluhopisu, a to na hodnotu 3,845 %. Zatímco riziková prémie byla určena dle dlouhodobého výnosu akciového trhu upraveného o bezrizikovou složku. Riziková prémie byla dále násobena odhadnutým koeficientem beta pro akcie společnost ČEZ (0,901 bodů).

Model FCFE

Pro ocenění bylo použito dvoufázového modelu FCFE. V první části byla stanovena hodnota ČEZ v rozmezí pěti let 2010 až 2014 a ve druhé fázi byla vypočtena tzv. pokračující hodnota společnosti od roku 2015 do nekonečna. U obou částí modelu byla použita stejná diskontní míra 10,80%. V první fázi, kdy počítáme s průměrným růstem tržeb 4,15% (v roce 2010 je předpokládán pokles o 2,8%) a průměrným ročním nárůstem zisku na provozní úrovni 4,8% byla stanovena hodnota diskontovaného cash flow ve výši 114,45 miliard korun. Ve druhé fázi modelu (v období 2015 až do nekonečna), kdy je počítáno s průměrným ročním růstem tržeb 2,83% byla hodnota stanovena na 430,53 miliard korun. Tempo růstu bylo určeno na základě odhadované inflace a reálného růstu ekonomiky. Celková hodnota společnosti byla vymezena na 544,98 miliard korun. Na základě modelu byla stanovena cena 1028 Kč.

DDM model

Při kalkulaci pomocí dividendového diskontního modelu byla stanovena cílová cena na hodnotu 986,- Kč, a to při očekávaném vývoji dividend (viz tabulka č. 13). V modelu je počítáno s ponecháním výplatního poměru v rozmezí 50 – 60% z čistého zisku společnosti.

Příležitosti:

- Růst ekonomik a zvyšující se spotřeba elektřiny
- Značný potenciál růstu v regionu Jihovýchodní Evropy
- ČEZ patří mezi nejziskovější a nejefektivnější společnosti v oboru
- Stabilita a dobrá likvidita titulu
- Distribuce plynu

Rizika:

- Vývoj cen elektřiny
- Rozsáhlé investice v rizikovějších zemích
- Operace na komoditním trhu

V dlouhodobém horizontu očekáváme ekonomické oživení regionu střední a jihovýchodní Evropy a s tím spojený růst spotřeby elektřiny. Je pravděpodobné, že vyšší spotřeba společně s nedostatečnými výrobními zdroji povedou v následujících letech k razantnímu růstu cen energií.

Skupina ČEZ v posledních několika letech investuje značné prostředky do jihovýchodní, ale i střední Evropy. Díky rozsáhlým akvizicím se stává významným hráčem na energetickém trhu v tomto regionu. V mnoha zemích zmiňované oblasti jsou, díky státní regulaci, poměrně nízké ceny elektřiny, které poskytují oproti západní Evropě značný růstový potenciál

Díky dobrému hospodaření patří skupina ČEZ mezi nejziskovější energetické uskupení na světě. Díky nízké zadluženosti, vysoké rentabilitě a nadprůměrně vysokým maržím je tento akciový titul atraktivní investicí.

Akcie společnosti ČEZ patří mezi tituly, které jsou obchodovány na pražské burze, se stabilnějším vývojem a nižší volatilitou. Zároveň se jedná jednoznačně dlouhodobě o nejlikvidnější akciový titul.

Od začátku roku 2010 ČEZ nabídl velkoobchodním zákazníkům dodávky zemního plynu. Skupina ČEZ tak rozšiřuje svou produktovou řadu o další energetickou komoditu.

Největším rizikem pro společnost ČEZ je vývoj cen elektrické energie. V případě delšího ekonomického útlumu a pokračování poklesu spotřeby bude docházet k dalšímu poklesu cen elektřiny.

Skupina ČEZ investuje značné prostředky v zemích jihovýchodní Evropy, jedná se o státy se značným rizikem, jak z pohledu nedodržení smluvních ujednání, tak z pohledu zpětného vymáhání investice.

ČEZ v posledních letech výrazně zvyšuje objem operací prováděných na volném trhu, jak obchody s elektřinou, tak i ropou, zemním plynem a uhlím. Všechny tyto komodity mají značně volatilní vývoj a hrozí zde ztráty z obchodování.

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

Dozor nad Fio, burzovní společností, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio, burzovní společností, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

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 jiné skutečnosti a vývoj na trhu, 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 nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované 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. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluedoucím manažerem veřejně 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 zájmům 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.

K dnešnímu datu 8.1.2010 Fio, burzovní společnost, a.s. má platných 13 investičních doporučení. Z toho je 9 doporučení k nákupu a 2 doporučení k prodeji a 2 doporučení akumulovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

Ing. Josef Novotný
Finanční analytik

www.fio.cz

josef.novotny@fio.cz