

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 943,- Kč

5.1.2011

Skupina ČEZ

Předchozí doporučení - Koupit
 Nové doporučení – Koupit
 Předchozí cílová cena - 1013 Kč
 Nová cílová cena - 943 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: 443,8 mld. Kč
 Uzavírací cena k 5.1.2011 821,7 Kč
 Roční minimum: 736 Kč
 Roční maximum: 950 Kč
 Zařazen v indexech: PX, BWELEC, BWORLD
 Podíl v indexu PX: 24%

Struktura akcionářů (k 29.6.2010):

Ministerstvo financí 69,37%
 Ministerstvo práce a sociálních věcí:
 0,41%
 Free Float :30,63%
 Ukazatel beta oproti indexu PX - 0,7

Graf. č. 1roční vývoj kurzu společnosti



Akcie společnosti ČEZ se v uplynulých měsících dostaly pod značný prodejní tlak, když od poloviny roku 2010 oslabily o více jak 20%. Výprodej byl odstartován výplatou dividendy v hrubé výši 53 korun za akcii. Mezi hlavní příčiny poklesu cen akcií patřilo rozhodnutí vlády o zapojení emisních povolenek, které jsou společností přidělovány zdarma, do boje proti prudkému zvýšení cen elektřiny. Prodejní tlak byl také podpořen obavami z neúspěšných zahraničních investic, které skupina ČEZ v předchozích letech provedla (především pak Rumunsko a Bulharsko) a v neposlední řadě spekulacemi ohledně odložení dostavby jaderné elektrárny Temelín a budoucímu nárůstu zadlužení společnosti.

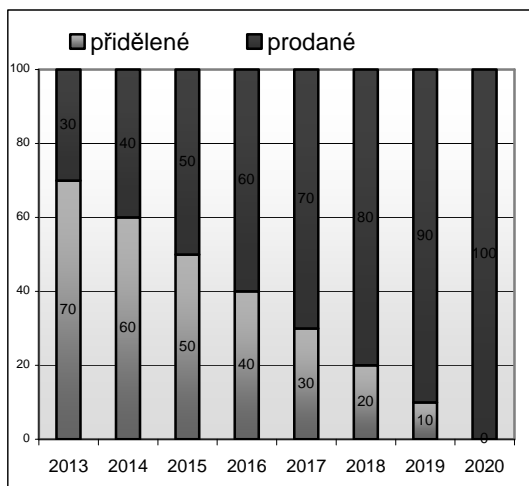
V současné době akciový titul ČEZ obchoduje v blízkosti 820 korun za akcii. Domníváme se, že většina negativních dopadů do hospodaření je již v cenách akcií započtena. Akcie mají podle nás značný růstový potenciál a na těchto cenových úrovních jsou podle našeho názoru velmi dobrou příležitostí k nákupu. Očekáváme, že v průběhu roku 2011 budou akcie společnosti ČEZ patřit mezi nejvýnosnější tituly obchodované na BCPP.

Dopady prudkého rozvoje produkce elektrické energie z obnovitelných zdrojů na evropský energetický trh, potažmo na producenty energie v Evropě jsou větší než jsme původně předpokládali. Podpora výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů ze strany Evropské Unie a jejích jednotlivých států vedla k prudkému rozmachu a značnému nárůstu výrobních kapacit v Evropě. Větší kapacity společně se slabou spotřebou energie pak pomáhají vytvářet tlak na ceny elektrické energie. Ceny elektřiny obchodované na německé energetické burze (hlavní energetický trh v Evropě) se drží od roku 2009 lehce pod hladinou 50 EUR/MWh (jedná se o ceny tzv. base load). Nízké ceny elektřiny na energetických burzách, od kterých se následně odvíjí prodejní ceny elektřiny koncovým zákazníkům pak mají negativní dopad do hospodaření energetických společností.

Nižší ceny elektřiny, nárůst výrobních kapacit z obnovitelných zdrojů v ČR, zdanění darovaných emisních povolenek a změna investiční politiky skupiny ČEZ nás vedou ke změně cílové ceny tohoto akciového titulu. Výše uvedené skutečnosti budou mít dopady do hospodářských výsledků skupiny ČEZ a vedou nás tedy ke změně cílové ceny na tento akciový titul.

K dnešnímu dni měníme naši cílovou cenu na 943 korun za akcii z předchozí ceny 1013 Kč. Vzhledem k tržní ceně 820 Kč však naše cílová cena poskytuje dostatečný růstový potenciál a z toho důvodu ponecháváme naše investiční doporučení na stupni koupit.

Graf. č. 2 Vývoj zdarma přidělených a prodaných emisních povolenek (%)



Graf č.3 vývoj cen emisních povolenek (EUR/Mt)



Hlavní změny:

➤ Dopady vládního návrhu na omezení růstu cen elektřiny

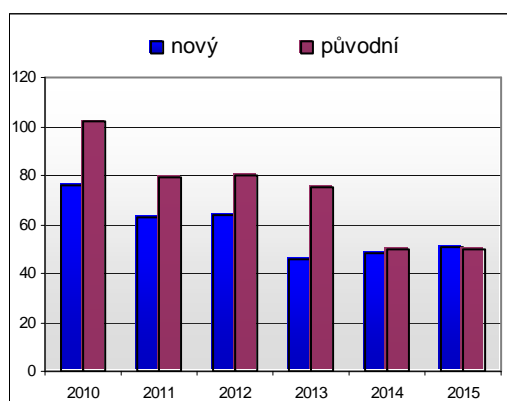
Základní příčinou snížení cílové ceny je změna systému přidělovaných emisních povolenek. Původní vládní návrh počítal s přidělováním emisních povolenek společnosti ČEZ do roku 2012 zdarma a v roce 2013 měla být část emisních povolenek prodávána formou aukce. Systém prodeje měl být nastaven, tak že v roce 2013 by ČEZ dostal 70% emisních povolenek zdarma a 30% by si musel koupit. Podíl darovaných povolenek měl každý rok poklesnout o 10% až v roce 2020 by si ČEZ kupoval všechny emisní povolenky (viz graf č. 2). Vládní návrh z října tohoto roku, který má omezit dopady fotovoltaického rozmachu do cen elektrické energie, počítá se zdaněním darovaných emisních povolenek pro roky 2011 a 2012, a to 32% darovací daní, vyloučeny však mají být emisní povolenky, které jsou použity při výrobě tepla a také při výrobě elektřiny pro vlastní spotřebu. Celkový dopad této daně do hospodaření společnosti ČEZ byl vyčíslen na 4,1 miliardy korun, a to jak v roce 2011, tak i v roce následujícím.

Vláda původně předpokládala, že do omezení růstu cen zapojí také darované emisní povolenky po roce 2013. O tomto kroku však stále není rozhodnuto. Je však pravděpodobné, že nedojde ke změně navrhovaného systému. Pro zachování stávajícího systému přidělování emisních povolenek se vyslovilo také ministerstvo průmyslu a obchodu. V našich odhadech se k této variantě přikláníme avšak je pravděpodobné, že darované emisní povolenky budou podléhat stejné darovací dani jako v letech 2011 a 2012. Celkové dodatečné náklady na darovací daň ve výši 32% mezi roky 2013 až 2019 by se měly vyšplhat na 10,6 miliard korun.

Dále vláda plánuje uvalit daň z příjmu na solární elektrárny uvedené do provozu v roce 2009 a 2010, a to sazbou 26% s platností od roku 2011. Tato daň má být po následující tři roky. Skupina ČEZ se v menším množství podílí na solárním byznysu a také toto vládní opatření se jí dotkne. Odhadujeme, že náklady spojené s touto daní se budou pohybovat na úrovni 350 milionů korun ročně.

Do hospodářských výsledků se promítne negativně také poslední vládní návrh na omezení růstu cen elektřiny, a to zvýšení odvodů za vyjmutí půdy z půdního fondu a její použití na výstavbu solárních elektráren. Předpokládáme marginální dopad toho opatření ve výši 55 milionů korun ročně.

Graf č. 4 vývoj CAPEX (mld. Kč)



Tab. č. 1 odhady možností výplaty dividendy (Kč na akcii)

výplatní poměr	2010	2011	2012	2013	2014	2015
50%	44,0	42,2	42,0	43,3	48,3	51,1
55%	48,4	46,4	46,2	47,6	53,2	56,3
60%*	52,8	50,7	50,4	52,0	58,0	61,4

* námi očekávaný poměr

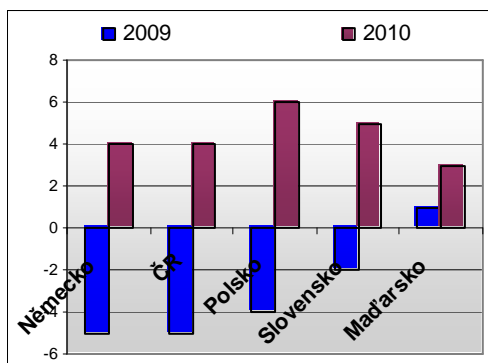
➤ Změna investiční politiky

Při vyhlášení hospodářských výsledků za 3Q 2010 management společnosti ČEZ představil nový plán budoucích investic pro následujících 5 let, které by měly být roky stabilizace a konsolidace společnosti. ČEZ se bude soustředit na posílení cash flow a úsporu nákladů. V rozmezí let 2011 a 2015 budou výrazně omezeny investice a případné akvizice. Společnost ČEZ se hodlá zaměřit primárně na investice v České republice a případné investice musí splňovat přísnější pravidla výnosnosti a návratnosti. Prioritou by měl být projekt na dostavbu dalších dvou bloků jaderné elektrárny Temelín společně s obnovou a rekonstrukcí uhelných elektráren (Prunéřov, Tušimice a Ledvice). Dále společnost plánuje pokračovat v rozvoji teplárenství (zde chce ČEZ získat větší podíl na trhu s teplem, což se jí prozatím daří avšak budoucí růst je díky konkurenci již omezen) a i nadále pokračuje příprava projektu paroplynové elektrárny v Počeradech. Naopak bude ukončeno hned několik, především zahraničních investic a projektů. Hlavním důvodem úsporného programu jsou nízké ceny elektřiny, které se drží na poměrně nízkých úrovních již od roku 2008, kdy došlo k jejich prudkému poklesu. Oproti našim původním odhadům (i plánu vedení společnosti) dojde ke snížení kapitálových výdajů a finančních investic. Nižší investice byly již v tomto roce, kdy se původně počítalo se 102 miliardami, zatímco nově počítáme CAPEX na úrovni 76 miliard korun.

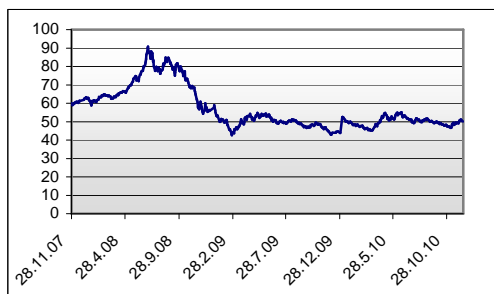
➤ Zvýšení výplatního poměru blíže k 60% hranici

Dle prohlášení ministra práce a sociálních věcí Jaromíra Drábka by dividendy získaná z téměř 70% státního podílu v ČEZu, měla být použita na financování penzijní reformy v České Republice. Pro použití peněz z ČEZu na krytí nákladů spojených s penzijní reformou se vyslovili také další vládní představitelé (premiér Nečas a ministr financí Kalousek). Roční náklady na penzijní reformu se odhadují na 30 – 35 miliard korun. Výplatní poměr společnosti ČEZ se pohybuje v rozmezí 50-60% z čistého zisku (v posledních letech 55%). Zatímco za rok 2009 získal stát na dividendě z ČEZu 20 miliard korun při vyplacení 55% čistého zisku (53 korun na akcii), tak v tomto roce by při stejném poměru bylo vyplaceno pouze 48,4 korun akcii. Podle našich odhadů poklesne čistý zisk společnosti za rok 2010 o více jak 4 miliardy na 47,37 miliardy korun. Je velmi pravděpodobné, že stát bude požadovat obdobný objem dividend jako za rok 2009 a dojde tak k mírnému zvýšení výplatního poměru na 60%. Podle našich odhadů by tak vyplacená dividendy na akcii dosáhal téměř stejné výše jako v roce 2009 (52,8 korun). Předpokládáme tak, že v následujících letech dojde ke zvýšení výplatního poměru na 60%.

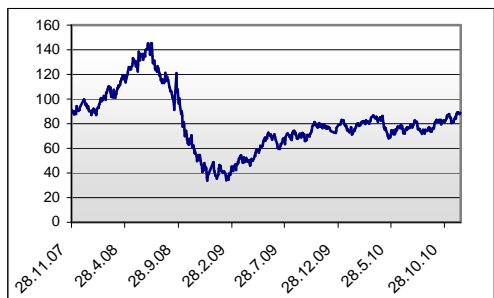
Graf č. 5 vývoj spotřeby elektřiny ve vybraných zemích (%)



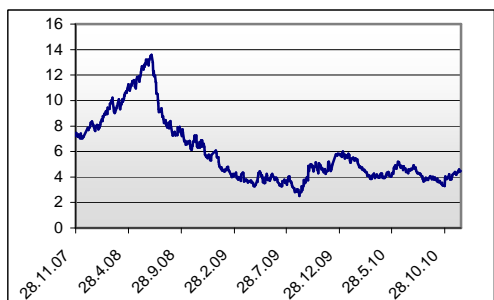
Graf č. 6 vývoje cen elektřiny na Německé burze (base load, EUR/MWh)



Graf č. 7 vývoje cen ropy (USD/b)



Graf č. 8 vývoje cen zemního plynu (USD/Tcft)



➤ Ceny elektrické energie

Vývoj energetických komodit na světových trzích (ropa a plyn) je jedním z důležitých faktorů ovlivňující cenu elektřiny. Zatímco ropa pokračuje ve svém růstovém trendu již dlouhou dobu, tak mírného zvýšení cen zemního plynu jsem se dočkali až po ohlášení druhého kola kvantitativního uvolňování ze strany FEDu. Také ceny elektřiny se již dlouhou dobu drží na nízkých úrovních. Je tak zřejmé, že větší závislost cen elektřiny je na ceny zemního plynu než na ceny ropy (korelační koeficient elektřiny s plynem přesahuje hodnotu 80 a ukazuje na velmi silnou závislost). Obdobná situace jako u ropy je na trhu s uhlím, které od poloviny roku 2009 zaznamenalo velmi silný růst cen. Očekáváme, že energetické si i v tomto roce udrží své vysoké ceny, avšak jejich vývoj bude doprovázen zvýšenou volatilitou. Očekáváme, že jak ceny zemního plynu, tak i elektřiny budou dohánět ceny uhlí a ropy. Za vyššími cenami energetických komodit bude stát, jak růst spotřeby díky pokračujícímu ekonomickému oživení, tak i nedostatečné produkční kapacity a zpracovatelské zdroje ve světě.

Vývoj energetického trhu

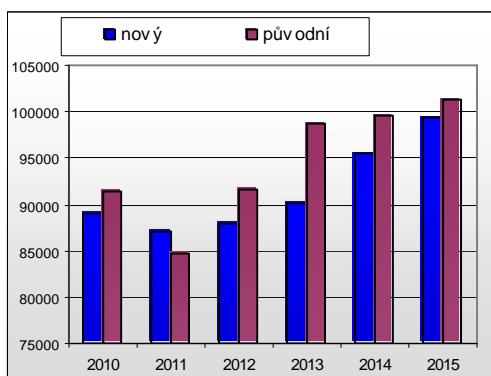
Nejvýznamnějším evropským trhem s elektrickou energií je německá burza v Lipsku, kde probíhá největší množství obchodů a je tedy směrodatným trhem pro stanovení ceny elektrické energie pro region CEE. Svých maximálních hodnot dosáhla cena elektřiny v polovině roku 2008 kdy překonala hranici 90 EUR/MWh. V souladu s celosvětovou krizí a propadem energetických komodit poklesly ceny elektřiny k hodnotě 40 EUR/MWh. V současné době se elektřina stabilizovala v těsné blízkosti 50 EUR/MWh. Průměrná cena v roce 2010 dosáhla hodnoty 49,6 EUR/MWh, zatímco náš původní odhad byl nárůst ceny na 55 EUR/MWh. Pro rok 2011 předpokládáme, že dojde k mírnému růstu na průměrnou hodnotu 54 EUR/MWh (původní odhad pro rok 2011 byl 62 euro za MWh) a v roce následujícím počítáme se cenou na úrovni 60 euro za MWh. Hlavním faktorem růstu by měla být zvyšující se spotřeba elektřiny v Evropě (Viz Graf č. 5). Zvyšující spotřeba elektřiny je spojena pokračujícím ekonomickým oživením v následujících letech. V roce 2011 však počítáme s nižším tempem ekonomického růstu jak v ČR, tak i zemích eurozóny. Vývoj cen elektřiny je v současné době tlumen nadbytečnými výrobními kapacitami, především pak spojenými s obnovitelnými zdroji elektřiny. Je však nutné poznamenat, že většina obnovitelných zdrojů produkce elektřiny jsou poměrně nestabilní co se dodávek elektřiny týká a nelze je využívat podle spotřeby elektřiny.

Tab. č. 2 výnosy (mld. Kč)

rok	2008	2009	2010*	2011*
Výnosy z prodeje elektřiny	165,3	173,4	173,2	169,8
Výnosy z prodeje tepla	14,5	15,96	19,6	22,1
Výnosy z derivátů	4,1	6,9	9,1	9,4

* predikce

Graf č. 9 srovnání odhadů ukazatele EBITDA (mil. Kč)



Hospodaření společnosti ČEZ

Díky dlouhodobému růstu cen elektrické energie společně s rostoucí spotřebou elektřiny dosahoval energetický gigant ČEZ v posledních letech výrazného zlepšování hospodářských výsledků. Do hospodaření se pozitivně promítlo také sloučení výroby elektřiny (ČEZ a.s.) s lokálními distribučními společnostmi. Ekonomická a finanční krize přinesla nejen pokles ekonomické úrovně, ale také celosvětový propad produkce, který následně vyvolala pokles spotřeby a ceny elektřiny obchodované na energetických burzách. Po dlouhých letech růstu hospodářských výsledků je tak před Skupinou ČEZ problematictější období, kdy se dočkáme poklesu čistého zisku a omezování značně expanzivní politiky. Hlavní příčinou horších výsledků v následujících letech budou nižší ceny elektřiny, vládní opatření ve snaze zmírnit dopady solárního boomu na ceny elektřiny, zvyšující se konkurenční boj na energetickém trhu a v neposlední řadě některé nevydařené investice v zahraničí.

Tab. č. 3 srovnání odhadovaných výsledků hospodaření (mil. Kč)

	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
EBITDA	89057	87178	87912	90793	96 263	100121
<i>Předchozí</i>	<i>91 398</i>	<i>84 774</i>	<i>91 617</i>	<i>98 804</i>	<i>99 638</i>	<i>102365</i>
EBIT	65470	63355	63613	66008	70734	73827
<i>Předchozí</i>	<i>67 302</i>	<i>60 437</i>	<i>67 767</i>	<i>74 000</i>	<i>75638</i>	<i>76354</i>
Čistý zisk	47369	45427	45190	46608	51995	55022
<i>Předchozí</i>	<i>51 209</i>	<i>44 823</i>	<i>50 930</i>	<i>55 623</i>	<i>56913</i>	<i>58364</i>

Podle našich odhadů dojde, díky výše uvedeným důvodům ke zhoršení hospodaření v následujících letech (viz tabulka č. 4). Pouze pro rok 2011 jsme mírně optimističtější než v předchozích odhadech, kdy jsme předpokládaly nižší výnosy z prodeje tepla a plynu než v současných odhadech (viz tabulka č. 3).

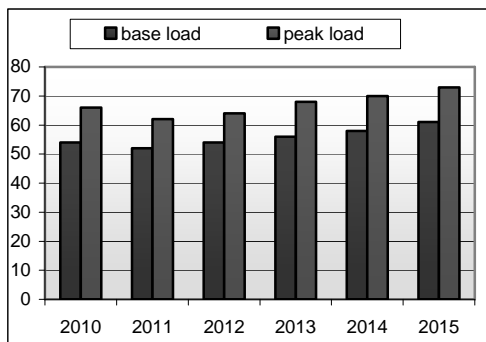
Tab. č. 4 Výsledků hospodaření (mil. Kč)

	2009	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*
Celkové výnosy	196 352	201 897	201 338	204 924	216 410	225 305
náklady	-128 153	-136 427	-137 983	-141 311	-150 402	-154 571
EBITDA	91 078	89 057	87 178	87 912	90 793	96 263
EBIT	68 199	65 470	63 355	63 613	66 008	70 734
Čistý zisk	51 855	47 369	45 427	45 190	46 608	51 995

*predikce hospodaření

Dopad nižších prodejních cen elektřiny je patrný již v roce 2010, kdy očekáváme pokles zisku, jak na provozní úrovni, tak na úrovni čistého zisku o 8,6%. Celkové výnosy však podle našich odhadů mírně vzrostou, když pokles cen elektřiny byl nahrazen vyššími výnosy z obchodování z derivátů, prodejem tepla a plynu a zvýšenou spotřebou elektřiny.

Graf č. 10 Predikce cen silové elektřiny
(EUR/MWh)



Hospodářské výsledky v roce 2010 byly negativně ovlivněny také výměnou paliva v jaderné elektrárně Temelín v prvním bloku, které způsobilo delší než očekávanou odstávku. V Temelínu mělo být původně vyrobeno 14600 GWh, avšak díky přechodu na nové palivo od společnosti TVEL bylo podle našeho odhadu vyrobeno pouze 13850 GWh. Tento výpadek musel být nahrazen produkcí z jiných nákladově náročnějších zdrojů (nejpravděpodobněji uhelná elektrárna). Změna paliva by v následujících letech měla vést k vyšší účinnosti jaderné elektrárny Temelín. Do roku 2012 by měl být zvýšen objem vyrobené elektřiny na 1500 GWh a v roce 2011 by to mělo být 14 800 GWh. Ve druhém bloku jaderné elektrárny bude palivo vyměněno v průběhu jara roku 2011.

Celý rok 2011 bude negativně ovlivněn nižší cenou elektřiny, kdy počítáme s cenou elektřiny (base load) na úrovni 52 EUR/MWh. Následně však počítáme s postupným růstem cen elektřiny (viz graf č. 10). Do hospodářských výsledků se však negativně promítne zdanění zdarma přidělených emisních povolenek. Do hospodaření promítne také výkup elektřiny z fotovoltaických zdrojů, jejichž instalovaný výkon na území ČR podle odhadů přesáhne ke konci roku 2010 1800 MWe. Skupina ČEZ je nucena elektřinu vyrobenou z obnovitelných zdrojů vykoupit. Následně však obdrží s více jak ročním zpožděním peníze za vykoupenou elektřinu zpět od energetického úřadu.

Graf č. 11 porovnání s indexem PX a oborovým indexem BWELEC (zdroj bloomberg)



Tab. č. 5 srovnání vybraných poměrových ukazatelů

Společnost	P/Bv	P/S	P/E	Dluhy/ aktiva	Dluh/vl. kapitál
CEZ a.s.	1,64	2,14	8,61	28,60	62,66
ENEL OGK	1,88	2,04	19,75	33,20	50,13
EDF	1,92	0,85	23,64	62,64	219,40
E.ON AG	1,90	0,50	8,81	45,09	93,63
RWE AG	1,85	0,53	13,52	55,39	158,13
ENDESA	1,94	0,67	6,56	44,94	143,51
PGE	1,40	1,64	10,50	15,60	38,50
Iberdola	0,98	4,97	29,19	46,90	60,30
Průměr	1,69	1,67	14,98	41,55	103,28

Porovnání s konkurencí

Vývoj akcií energetické společnosti ČEZ se v dlouhodobém pohledu vyznačuje, díky velké váze, značnou korelací jak s indexem pražské burzy PX tak s oborovým indexem energetických společností BWELEC. V roce 2010 však tento akciový titul značně zaostal za vývojem obou uvedených indexů, a to především díky výše uvedeným negativním okolnostem. V průběhu roku poklesly akcie společnosti ČEZ o 10%, hlavní prodejní tlak přišel po rozhodném datu pro výplatu dividendy, kdy ČEZ dosáhl ročního maxima 950 korun za akcii. Tento akciový titul následně vyklesal až k hranici 740 korun kde si našel své lokální dno (viz graf č. 11).

V porovnání tržních ukazatelů má ČEZ jednu z nejnižších hodnot P/E a je výrazně lepší než průměr uvedených společností (nejvýznamnější energetické společnosti v Evropě). Lepší poměr ceny akcií k zisku na akcii nabízí pouze Endesa. 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. Avšak nižší tržby společně s nadprůměrným ziskem na akcii ukazují na velmi dobré ziskové marže společnosti (viz tab. č. 6).

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 34,3% nákladů na provoz, což je nejvyšší hodnota mezi srovnávanými společnostmi. Je pravděpodobné, že v následujících letech bude ČEZ zvyšovat své zadlužení, a to především díky plánované dostavbě jaderné elektrárny Temelín. Nicméně tempo zadlužování by nemělo být vysoké, především díky konsolidačním a stabilizačním plánu pro následující roky.

Tab. č. 6 srovnání vybraných fundamentálních ukazatelů

Společnost	ROE	ROA	EBIT marže	Provozní marže
CEZ AS	27,6	9,4	43,51	32,38
ENEL				
OGK	20,4	2,53	23,16	17,3
EDF	15,27	1,03	NA	15,24
E.ON AG	22,44	3,85	13,78	10,48
RWE AG	29,3	3,78	19,8	15,57
ENDESA	21,91	5,15	23,97	19,66
PGE	12,49	6,63	NA	24,72
Iberdola	3,31	1,69	65,2	33,69
průměr	19,09	4,2575	31,57	21,13

Také ukazatele rentability řadí skupinu ČEZ mezi nejlepší společnosti v oboru. Ke zlepšení rentability vlastního kapitálu vedl jak silný růstu zisku v předchozích letech, tak i zpětný 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. Je však zřejmé, že v následujících letech dojde, díky poklesu ziskovosti, ke zhoršení ukazatelů rentability.

Společnost ČEZ je při porovnání marží na úrovni EBIT a EBITDA s konkurencí v tomto hledisku excelentní a výrazně přesahuje průměrné hodnoty. Ve srovnání s konkurencí má nízké náklady a solidní ziskovost zaručuje nadprůměrné hodnoty jak rentability, tak i marží. Z pohledu tohoto ukazatele se řadí v porovnání s konkurenčními energetickými společnostmi mezi nejlepší na světě.

V porovnání s konkurencí v odvětví patří ČEZ mezi nejúspěšnější energetické uskupení a zároveň je nejziskovější společnosti v regionu CEE. Excelentní ukazatele rentability, vysoká marže a stále nízké zadlužení dělá z ČEZu jednu z nejatraktivnějších společností v tomto oboru a představuje tak vhodnou středně a dlouhodobou investiční příležitost.

Stanovení cílové ceny

Tab. č. 7 Stanovení diskontní míry na základě modelu oceňování kapitálových aktiv (CAMP)

Výnos desetiletého státního dluhopisu	3,9%
Ukazatel Beta	0,7
Tržní úroková míra	9,5%
Diskontní sazba	7,82%

Ocenění společnosti

Pomocí modelu Free Cash Flow to Equity (FCFE) byla stanovena cílová cena pro akcie společnosti ČEZ hodnotu 943 Kč za akcii. Stanovená cílová cena poskytuje vzhledem k současné tržní ceně 820 Kč značný růstový potenciál 15%. 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 na akcii a jeho následné diskontování.

Stanovení diskontní sazby

Diskontní míra pro akciový titul ČEZ (BAACEZ) byla stanovena na úroveň 7,82% a pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM, viz tabulka č. 7). 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 3,9 %. 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 (0,7 bodů).

Model FCFE

Pro ocenění bylo použito dvoufázového modelu FCFE. V první části byla stanovena hodnota ČEZ v rozmezí pěti let 2010 až 2015 a ve druhé fázi byla vypočtena tzv. pokračující hodnota společnosti od roku 2015 do nekonečna. V první fázi počítáme s průměrným růstem celkových výnosů 4,15% a průměrným ročním nárůstem zisku na provozní úrovni 4,8%. Ve druhé fázi modelu (v období 2015 až do nekonečna) je počítáno s průměrným ročním růstem o 2,4% (viz tabulka č. 8). Cílová cena akciového titulu ČEZ, s horizontem dvanácti měsíců, byla stanovena na 943 Kč.

Tabulka č. 8 výpočet cílové ceny (mil Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Pokračující fáze
čistý zisk	47369	45427	45190	46608	51995	55022	
Odpisy	23587	23823	24299	24785	25529	26295	
kapitálové výdaje	76598	63268	65249	46917	47967	65972	
CF na akcii	-16,14	3,61	19,26	54,11	54,42	42,34	799,95

SWOT analýza:

- **Silné stránky**

- Velká stabilní společnost s působností ve střední a jižní Evropě.
- Nízká míra zadlužení, vysoká rentabilita a vysoké provozní marže.
- Systém přidělování emisních povolenek (i přes zdanění má stále výhodu oproti západoevropským konkurentům).

- **Slabé stránky**

- Velký vliv státu (stát v současné době vlastní téměř 70% akcií společnosti)
- Velká organizační struktura a nízká flexibilita společnosti.

- **Příležitosti**

- Distribuce plynu, od začátku roku 2010 ČEZ nabídl velkoobchodním zákazníkům dodávky zemního plynu.
- Potenciál růstu cen elektřiny na jihoevropských trzích a v Polsku.
- Dostavba dvou bloků jaderné elektrárny Temelín.

- **Hrozby**

- Rozsáhlá investiční politika.
- Pokles cen elektřiny.
- Případné problémy v Rumunsku a Bulharsku.

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 banka, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio banka, 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 nenese 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 spoluvědicím 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 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 5.1.2011 Fio banka, a.s. má platných 13 investičních doporučení. Z toho je 8 doporučení k nákupu, 2 doporučení držet a 3 doporučení akumulovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povinné prezentaci investičních doporučení §7.

Ing. Josef Novotný

Finanční analytik

www.fio.cz

josef.novotny@fio.cz