

Doporučení: Držet
Cílová cena: 419 Kč

ČEZ

Souhrn doporučení

Doporučení:	Držet
Cílová cena (12M):	419 Kč
Předchozí doporučení (3.11.2015):	Koupit
Předchozí cílová cena (3.11.2015):	598 Kč
Datum vydání:	30.3.2016

Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny

Tržní kapitalizace: 222,9 mld. Kč

Závěrečná cena k 29.3.2016: 414,90 Kč

Roční maximum: 658 Kč

Roční minimum: 364,10 Kč

Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP20

Podíl v indexu PX: 21,17 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,95

Struktura akcionářů

Česká republika: 69,78 %

Free float: 30,22 %

Roční vývoj ceny akcie ČEZ



V naší nové analýze na energetickou společnost ČEZ **snižujeme cílovou cenu z 598 Kč na 419 Kč a zároveň přistupujeme ke snížení investičního doporučení z „koupit“ na „držet“**. Cílovou cenu vztahující se k 12měsíčnímu investičnímu horizontu snižujeme na pozadí **nepříznivého vývoje tržních cen silové elektřiny**, které na počátku letošního roku zaznamenaly silný propad k hladině 21 EUR/MWh a ve srovnání s úrovněmi z konce roku 2015 jsou níže o 20 – 25 %. Tato skutečnost negativně ovlivní ziskovost společnosti v příštích letech. Ve srovnání s naší předchozí analýzou tak **snižujeme střednědobou prognózu provozního zisku EBITDA, resp. očištěného čistého zisku v průměru o cca 16 %, resp. 46 %**, když předpokládáme pokles k úrovním **50 – 54 mld. Kč, resp. do rozmezí 10 – 13 mld. Kč**. Dividenda ve výši **40 Kč na akcii, kterou ještě očekáváme v letošním roce a která implikuje téměř 10% dividendový výnos**, se za těchto okolností nezdá být v dalších letech udržitelná. V příštím roce již očekáváme dividendu poblíž 27 Kč a v letech 2018 – 2020 může klesnout, za předpokladu nezměněného dividendového výplatního poměru a naplnění naší prognózy ziskovosti, až do rozmezí 15 – 20 Kč. Na druhou stranu se domníváme, že likvidní pozice ČEZu bude, i přes přetrvávající složité podmínky na energetickém trhu, stále relativně příznivá a dovolí modifikovat dividendovou politiku natolik, aby ve střednědobém horizontu mohla být **dividenda udržena alespoň v rozmezí 20 – 25 Kč**, což je vzhledem k aktuální ceně akcie ČEZu stále solidní **5 – 6% dividendový výnos**.

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 2015 tento segment realizoval provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 30,9 mld. Kč a na celkové EBITDA společnosti se podílel 47 %.

Tabulka č.1: Základní ukazatele

ČEZ	2013	2014	2015
Produkce elektřiny (GWh)	66 709	63 124	60 917
Instalovaný výkon (MW)	15 200	16 000	15 900
Výnosy (mil.Kč)	217 273	201 751	210 167
EBITDA (mil. Kč)	82 054	72 498	65 104
Čistý zisk* (mil. Kč)	38 178	29 454	27 700
P/E	7,69	14,1	11,45
P/S	1,27	1,6	1,10
ROA (%)	5,62	3,5	3,37
ROE (%)	14,12	8,6	7,84

zdroj: ČEZ, Bloomberg; *očistěný čistý zisk

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

rok 2015	Výnosy ¹	EBITDA	EBIT
Výroba a obchod SE	56 331	30 882	9 707
<i>podíl na celku</i>	26,80%	47,43%	33,52%
Distribuce a prodej SE	108 064	22 069	18 012
<i>podíl na celku</i>	51,42%	33,90%	62,19%
Těžba SE	4 676	4 315	1 902
<i>podíl na celku</i>	2,22%	6,63%	6,57%
Ostatní SE	2 946	3 204	1 527
<i>podíl na celku</i>	1,40%	4,92%	5,27%
Výroba a obchod JVE	1 581	628	-2 894
<i>podíl na celku</i>	0,75%	0,96%	-
Distribuce a prodej JVE	36 544	3 901	685
<i>podíl na celku</i>	17,39%	5,99%	2,37%
Ostatní JVE	25	125	42
<i>podíl na celku</i>	0,01%	0,19%	0,15%
Celkem²	210 167	65 104	28 961

zdroj: ČEZ, ¹výnosy bez výnosů mezi segmenty,

²Údaje v řádku celkem jsou konsolidované

V roce 2015 činily výnosy segmentu výroby a obchodu SE (očistěné o výnosy mezi segmenty) 56,3 mld. Kč a na celkových provozních výnosech ČEZu ve výši 210,2 mld. Kč se tak podílely 27 %. Segment distribuce a prodej SE v loňském roce realizoval tržby na úrovni 108,1 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, zejména jadernými, uhelnými, vodními, fotovoltaickými a větrnými elektrárnami a dále teplárnami. Instalovaný výkon těchto tuzemských zdrojů činí cca 13 500 MW, což znamená zhruba 85% podíl na instalovaném výkonu celé společnosti a jejich roční produkce se pohybuje blízko 57 000 GWh (57 TWh). ČEZ tak zhruba 90 % elektřiny vyrábí v tuzemsku. Nejvíce elektřiny ČEZ vyrobí z jaderných (loni 47% podíl na celkové tuzemské produkci elektřiny) a uhelných elektrárn (rovněž 47 %). Zbýlých 5 - 6 % připadá na obnovitelné zdroje (voda, fotovoltaika, vítr, biomasa) a zemní plyn. ČEZ v ČR v loňském roce svým zákazníkům distribuoval (zprostředkoval) elektřinu v objemu 33 310 GWh, což je 68% podíl na celkovém objemu distribuované elektřiny za celou Skupinu. Objem tuzemského prodeje elektřiny koncovým zákazníkům za rok 2015 činil 19 833 GWh a na celkových prodejkách společnosti se tak ČR podílí z 52 %.

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. Společnost eviduje 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 2015 21 mil. tun, přičemž zhruba 73 % produkce směřuje hnědouhelným elektrárnám v rámci Skupiny a zbylých 27 % se prodává externím zákazníkům.

Zahraníčí

Zahraníční 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 roce 2014 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 projektu 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 regulatorního 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 4Q 2015 a celý rok 2015

Společnost ČEZ v posledním loňském čtvrtletí představila solidní výsledky hospodaření a jak na úrovni výnosů, tak na úrovni zisků překonala odhady trhu. Výnosy meziročně vzrostly o 11,2 % na 59,6 mld. Kč, zatímco náš odhad (i odhady trhu) se pohyboval blízko 53 mld. Kč. Nárůsty v prodeji elektřiny koncovým zákazníkům (jak uvedl management na tiskové konferenci, dařilo se zejména prodejem velkoobchodním zákazníkům) a navýšení prodeje plynu díky akvizicím nových zákazníků a chladnější zimě podle našeho názoru stály za lepšími než očekávanými výnosy.

Provozní zisk EBITDA dosáhl ve 4Q 2015 úrovně 16,7 mld. Kč, což je meziroční pokles o 6,2 %. Náš odhad byl posazen na úrovni 15,7 mld. Kč a odhad trhu činil 15,89 mld. Kč. Na meziročním poklesu EBITDA se v souladu s očekáváním nejvíce podílel nižší objem výroby (-1,8 mld. Kč) kvůli neplánovaným odstávkám na Dukovanech.

Pokles realizačních cen elektřiny měl v posledním loňském kvartále o něco nižší negativní dopad (-0,3 mld. Kč) než jsme očekávali (kolem -1 mld. Kč), rovněž tuzemský segment distribuce a prodeje měl do provozní ziskovosti příznivější dopad, než jsme předpokládali (zejména segment prodeje zaznamenal ve 4Q 2015 slušný meziroční nárůst o 1,1 mld. Kč). Tyto zmíněné faktory nejvíce přispěly k tomu, že EBITDA zisk za 4Q 2015 mírně překonal jak naše očekávání, tak očekávání trhu. Lepší provozní úroveň hospodaření pak vedla k mírně vyššímu očištěnému čistému zisku, který ve 4Q 2015 dosáhl 9 mld. Kč, zatímco odhady trhu se pohybovaly kolem 8,6 mld. Kč.

Mírně lepší než očekávané výsledky za 4Q 2015 způsobily, že listopadový celoroční výhled EBITDA ve výši 64 mld. Kč byl překonán, když za celý loňský rok EBITDA činila 65,1 mld. Kč. Také výhled očištěného čistého zisku byl mírně překonán, a to o 0,7 mld. Kč, když za rok 2015 dosáhl úrovně 27,7 mld. Kč.

Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 4Q 2015

mld. Kč	4Q 2015	konsensus trhu*	4Q 2014	y/y
Výnosy	59,6	53,1	53,6	11,2%
EBITDA	16,7	15,89	17,8	-6,2%
EBIT	4,3	8,50	8,1	-46,9%
Čistý zisk	9,0	8,61	5,2	73,1%
Zisk na akcii (Kč)	16,9	-	9,7	74,2%

zdroj: ČEZ, *medián podle průzkumu společnosti ČEZ; čistý zisk a zisk na akcii jsou očištěné o opravné položky k aktivům

Od poloviny roku 2015 se tržní ceny silové elektřiny propadly o více než 30 %

Jak jsme indikovali, tak ČEZ ve 4Q 2015 zaúčtoval do výsledovky opravné položky k dlouhodobému majetku (včetně goodwillu) ve výši 5,3 mld. Kč. To srazilo provozní zisk EBIT na úroveň 4,3 mld. Kč (-46,9 % y/y). Bez této mimořádné (účetní, tedy nehotovostní) položky by EBIT za 4Q 2015 činil 9,6 mld. Kč. ČEZ již ve 3Q 2015 zaúčtoval opravné položky ve výši 2,4 mld. Kč, za celý loňský rok tedy oprávký činily 7,7 mld. Kč a týkaly se zejména bulharské distribuce, rumunských větrných parků a černouhelné elektrárny Dětmarovice.

Propad tržních cen elektřiny – hlavní důvod snížení cílové ceny

Poté, co se tržní ceny silové elektřiny od počátku roku 2014 zhruba do poloviny roku 2015 stabilizovaly do rozmezí 31 – 34 EUR/MWh, nastal ve druhé polovině loňského roku další downtrend k úrovním kolem 28 EUR (ve srovnání s cenami z poloviny roku 2015 se jednalo o pokles o cca 12,5 %). Tento klesající trend se však ke konci loňského roku nezastavil a byl na počátku roku 2016 následován neočekávaným výrazným propadem cen o dalších zhruba 20 – 25 % na úroveň poblíž 21 EUR/MWh. Oproti polovině loňského roku se tak ceny silové elektřiny propadly o 35 %, aktuálně se roční kontrakt na německé burze pohybuje kolem 22 EUR (níže o cca 31 %). Jsou to nejnižší ceny za posledních 14 let, tedy od doby, kdy se s elektřinou začalo obchodovat na burze (v roce 2002 se ceny pohybovaly kolem 24 EUR/MWh).

Co bylo příčinou tohoto výrazného poklesu z počátku letošního roku? Lze říci, že se v jeden okamžik sešlo několik nepříznivých faktorů, od negativního sentimentu na globálních akciových trzích (obavy o kondici čínské ekonomiky), přes další poklesy cen ropy a uhlí (obecně negativní sentiment na komoditách) až po propad ceny emisních povolenek. Ropa v lednu a únoru zamířila až k úrovním 26 USD/barel, když ještě v podzimních měsících roku 2015 se obchodovala mezi 40 – 50 dolary. Černé energetické uhlí, jakožto jeden z důležitých vstupů pro výrobu elektřiny, nezastavilo své poklesy z druhé poloviny roku 2015 a v prvních dvou měsících letošního roku atakovalo ceny 36 – 37 USD/t (přitom ještě na konci roku 2015 se jeho cena pohybovala na úrovni 44 USD/t; aktuálně korigovala na hladinu 40 USD/t). Podle našeho názoru se zásadním způsobem do cen elektřiny podepsal vývoj cen emisních povolenek. Ty se začaly od svých minim z počátku roku 2013, na pozadí regulačních zásahů ze strany EU v podobě backloadingu a posléze i schválení tržní stabilizační rezervy, zotavovat z úrovní kolem 3 EUR za tunu emisí CO₂ až k cenám 8,70 EUR vykazovaných v prosinci 2015. V prvních dvou letošních měsících však nastal neočekávaný propad až k úrovním 5 EUR.

Na pozadí propadu tržních cen elektřiny snižujeme střednědobý výhled hospodaření

Segment výroba a obchod má zhruba 50% podíl na celkovém provozním zisku EBITDA, a proto by měl mít výše zmíněný propad cen silové elektřiny poměrně silně negativní vliv do střednědobé ziskovosti ČEZu. ČEZ předprodává silovou elektřinu z většiny svých výrobních zdrojů na několik let dopředu a tím částečně tlumí negativní dopady plynoucí z dlouhodobého downtrendu na trhu s elektřinou. Letošní rok je díky předprodejům z předchozích let již zajištěn a ČEZ by tak měl prodávat silovou elektřinu z většiny svých výrobních zdrojů v průměru za cca 34,2 EUR/MWh (pokles z loňských cca 39 EUR).

Tabulka č.4: Výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh)

rok	2016	2017	2018	2019	2020
cena	34,2	28,2	24,4	23,5	25,8

zdroj: odhady Fio

Tabulka č.5: Předchozí 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

Letošní rok tak díky předprodejům nebude ovlivněn propadem cen elektřiny z počátku roku 2016. Nepříznivý dopad do letošní provozní ziskovosti plynoucí z poklesu ceny z 39 EUR na 34,2 EUR je tedy trhem již očekávaný a samotný management ČEZu ho vyčíslil na 5,7 mld. Kč. Do průměrné prodejní (realizační) ceny za rok 2017 se však již podle našich odhadů z části promítnou aktuální nízké tržní ceny elektřiny. ČEZ má na rok 2017 zatím předprodáno zhruba 67 % elektřiny za průměrnou cenu 31,5 EUR. Vývoj tržních cen z posledních týdnů a měsíců podle naší predikce posune prodejní cenu k úrovním 28 – 29 EUR/MWh.

Větší zlom zřejmě nastane, pokud se ceny elektřiny v průběhu příštích cca dvanácti až osmnácti měsících neotočí zpět k úrovním z konce roku 2015 (což však nyní nepovažujeme za příliš pravděpodobné), v letech 2018 a 2019. Na tyto roky má společnost předprodáno ještě relativně nízké procento elektřiny, konkrétně 35 % na rok 2018 za průměrnou cenu 31,5 EUR a cca 15 % na rok 2019 za 34,5 EUR. ČEZ je tak pro toto období vystaven riziku nízkých cen elektřiny, podle našich odhadů budou výše uvedené průměrné ceny ředěny převážně cenami v rozmezí 20 – 22 EUR, což pak indikuje realizační cenu v roce 2018 v intervalu 24 – 25 EUR a v roce 2019 mezi 23 – 24 EUR.

Otázkou zůstává rok 2020 a dále. Na rok 2020 je ČEZ prozatím zajištěn ze zhruba 10 % za cenu 38,5 EUR. Náš aktuální odhad průměrné realizační ceny na rok 2020 se pohybuje v rozmezí 25 – 26 EUR/MWh. Očekáváme tak, že tržní ceny elektřiny ve střednědobém horizontu nezůstanou na nynějších nízkých úrovních a že zaznamenají alespoň mírné zotavení. Neměníme totiž naše dlouhodobé předpoklady založené zejména na postupném zotavení cen emisních povolenek a na postupné korekci přebytečných kapacit na německém energetickém trhu v souvislosti s uzavíráním jaderných elektráren.

Na půdě Evropského parlamentu loni schválený vznik tržní stabilizační rezervy by měl od roku 2019 výrazněji redukovat současný přebytek emisních povolenek na trhu a tím tak podporovat jejich cenu, potažmo cenu elektřiny. Podpurným faktorem pro budoucí ceny elektřiny stále spatřujeme v postupném uzavírání německých jaderných elektráren. Harmonogram doposud nebyl změněn. To znamená, že zbylých osm elektráren by mělo být v letech 2017 – 2022 uzavřeno, konkrétně do roku 2021 pět reaktorů a zbylé tři do roku 2022. Navíc se domníváme, že na současných cenách elektřiny poblíž 20 EUR se mohou dostávat některé německé uhelné (zejména černouhelné) elektrárny na hranici rentability či do ztrát, což může v příštích letech nutit jejich provozovatele k jejich uzavírání.

Proti uzavírání jaderných bloků (či eventuálně některých uhelných elektráren) půjde rozvoj německých obnovitelných zdrojů zejména v podobě větrných a solárních elektráren, a to v souladu s již dříve přijatou politikou „energiewende“, která má za cíl postupně navyšovat podíl výroby z OZE, což naopak bude tlumit případné zotavování cen elektřiny z aktuálně nízkých úrovní a vytvářet rizika pro jejich eventuální další pokles.

V souladu s naší předchozí analýzou však držíme předpoklad, že výše zmíněné podpurné faktory (mezi které řadíme i ceny černého energetického uhlí, u kterých předpokládáme v příštích letech alespoň mírný posun z aktuálních minim, když nabídka s poptávkou na středoevropském trhu s uhlím by se mohla postupně narovnávat poté, co např. středoevropský

těžař NWR od letošního roku počítá s postupným útlumem těžby, rovněž polští těžaři jsou v problémech) ve střednědobém horizontu spíše převáží, a že v budoucnu nastane alespoň mírný upside na trhu s elektřinou.

Výhled hospodaření

Tabulka č.6: Výhled hospodaření

mld. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
Výnosy	196,1	181,4	170,6	168,8	175,6
EBITDA	60,5	54,3	50,1	49,8	53,3
EBIT	28,4	22,1	18,3	18,1	21,4
Čistý zisk*	18,3	13,3	10,2	10,1	12,7

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

Tabulka č.7: Předchozí výhled zisků

mld. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
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

Výše zmíněný propad tržních cen elektřiny z počátku letošního roku a z toho plynoucí námi predikovaný vývoj cen, za které bude ČEZ prodávat silovou elektřinu v příštích letech, povede k tomu, že provozní zisk EBITDA může podle našich odhadů postupně klesat k cca 54 mld. Kč v roce 2017 a posléze k úrovním kolem 50 mld. Kč v letech 2018 a 2019. V souladu s naším předpokladem mírného zotavení na trhu s elektřinou by se pak EBITDA po roce 2019 mohla vracet k úrovním 53 – 54 mld. Kč. Očekávaný vývoj na provozní úrovni hospodaření pak nepříznivě dopadá i na očištěné čisté zisky, u kterých prognózujeme poklesy k cca 13 mld. Kč, resp. k 10 mld. Kč v roce 2017, resp. v letech 2018 a 2019. Náš aktuální střednědobý výhled EBITDA, tak snižujeme z předchozích úrovní 61 – 64 mld. Kč a výhled očištěného čistého zisku z předchozího rozpětí 21 – 23 mld. Kč.

Pro letošní rok management ČEZu prozatím očekává EBITDA na úrovni 60 mld. Kč a očištěný čistý zisk ve výši 18 mld. Kč. Tímto výhledem ČEZ zklamal naše očekávání (a rovněž i očekávání většiny trhu), když jsme předpokládali, že letošní EBITDA by se mohla pohybovat alespoň v rozmezí 63 – 64 mld. Kč a očištěný čistý zisk v intervalu 20 – 21 mld. Kč. Management ČEZu tak tentokrát (po loňské zkušenosti, kdy naopak výhled EBITDA byl relativně optimistický) podle našeho názoru přistoupil k letošnímu výhledu více opatrně a konzervativně. Domníváme se, že letošní příspěvek vyšší výroby nebude tak razantní jak se původně předpokládalo, a to může být jeden z hlavních důvodů slabšího než očekávaného letošního výhledu hospodaření. Nové, resp. zmodernizované uhelné bloky v Ledvicích, resp. Prunéřově se totiž zřejmě rozjedou komerčně až na přelomu 1Q a 2Q 2016 (ČEZ již poněkolkáté odložil komerční rozjezd těchto elektráren, my jsme původně předpokládali plný komerční výkon již od počátku roku) a negativně se mohly projevit i neplánované odstávky na Dukovanech, které měly přesah i do letošního ledna a února.

Letošní dividenda silná, pak zřejmě přijde pokles

Náš předpoklad letošní dividendy neměníme. Podle našich odhadů by letos ČEZ měl udržet již počtvrté v řadě stabilní dividendu, tedy na úrovni 40 Kč na akcii, což implikuje velmi příznivý téměř 10% dividendový výnos.

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

2016	2017	2018	2019
40,0	27	20	15

zdroj: odhady Fio
pozn.: základnou pro výpočet dividendy je očištěný čistý zisk

Stále relativně silná likvidní pozice může vést k úpravě schématu pro výpočet dividendy, což by podle našich odhadů mohlo ve střednědobém horizontu dividendu stabilizovat v rozmezí 20 – 25 Kč na akcii.

Podle našeho názoru existují předpoklady, aby i letos (i přes klesající ziskovost) byla dividendy stabilní. Mezi tyto předpoklady patří zejména loňské navýšení dividendového výplatního poměru z 50 – 60 % na 60 – 80 % očištěného čistého zisku a loňský mimořádný příjem 3,8 mld. Kč v podobě vratky darovací daně z emisních povolenek. Nebýt těchto dvou faktorů, pak by podle našich odhadů již letos došlo k poklesu dividendy, a to k úrovni 27 Kč na akcii. Pokles se tak zřejmě odkládá na příští rok. Pokud bude naplněn letošní výhled očištěného čistého zisku na úrovni 18 mld. Kč a dividendový výplatní poměr bude zachován v rozmezí 60 – 80 %, resp. bude-li realizována jeho horní mez, pak to indikuje dividendu vyplacenou v roce 2017 blízko úrovně 27 Kč na akcii. Vzhledem k aktuální ceně akcie je to však stále velmi slušný 6,5% dividendový výnos.

Za předpokladu naplnění naší aktuální prognózy čisté ziskovosti a ponechání dividendového výplatního poměru poblíž hranice 80 %, pak v letech 2018 – 2020 může klesnout dividendy ještě výrazněji. Konkrétně k 20 Kč v roce 2018, poté dokonce k 15 Kč na akcii v letech 2019 a 2020. Je však otázkou, zda by management ČEZu byl ochoten nechat klesnout dividendy až k 15 Kč. ČEZ v posledních letech vyplácí na dividendách v absolutním vyjádření cca 21 mld. Kč ročně. Klesne-li v příštím roce dividendy k 27 Kč, pak to absolutně znamená cca 14,5 mld. Kč. Na základě naší projekce cash flow se domníváme, že ČEZ si ve střednědobém horizontu bude moci dovolit na dividendách vyplácet zhruba 11 – 13,5 mld. Kč ročně, což indikuje dividendy v rozmezí 20 – 25 Kč na akcii.

Likvidní pozice ČEZu by totiž stále měla být relativně příznivá. ČEZ je stále poměrně málo zadlužený (čistý dluh/EBITDA se aktuálně pohybuje na úrovni 2x) a má tak prostor více využívat cizích zdrojů financování. Dále plánované investiční výdaje (CAPEX) jsou, i přes určité navýšení ve srovnání s loňským výhledem, stále výrazně nižší oproti minulým letům, kdy dosahovaly i hodnot 45 – 50 mld. Kč ročně, zatímco v aktuálním výhledu ČEZ plánuje vynaložit CAPEX v průměru 33 mld. Kč ročně. Management ČEZu tak podle našeho názoru bude mít prostor pozměnit schéma pro výplatu dividendy, a to např. ve formě navýšení výplatního poměru ke 100 % očištěného čistého zisku či navázat dividendy na provozní cash flow nebo částečně využít nerozdělených zisků z minulých let, a to za účelem toho, aby se v delším horizontu zamezilo výraznějšímu propadu dividendy a podařilo se jí zastabilizovat alespoň do rozmezí 20 – 25 Kč na akcii. Takováto úroveň dividendy stále znamená solidní dividendový výnos kolem 5 – 6 %.

Ocenění společnosti

Tabulka č.9: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2016	2017	2018	2019	2020	pokračující fáze
risk free rate (%)	0,50	0,80	1,10	1,40	1,60	2,00
market return (%)	7,10	7,10	7,10	7,10	7,10	8,30
beta	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95
equity risk premium (%)	6,27	5,99	5,70	5,42	5,23	5,99
cost of equity (%)	6,77	6,79	6,80	6,82	6,83	7,99
cost of debt (%)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20
equity weight	0,68	0,68	0,67	0,68	0,70	0,70
debt weight	0,32	0,32	0,33	0,32	0,30	0,30
WACC (%)	5,62	5,63	5,63	5,66	5,73	6,54

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

Tabulka č.10: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	28,4	22,1	18,3	18,1	21,4
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	22,7	17,7	14,6	14,5	17,1
depreciation	32,0	32,1	31,8	31,8	31,9
change in WC	-2,9	-2,3	-1,3	-2,5	-2,9
CAPEX	34,2	32,8	35,2	32,4	30,5
CF to the firm	23,5	19,3	12,5	16,3	21,4
DCF	16,7	17,3	10,6	13,1	16,2
sum of the DCF	73,9				
terminal value	281,1				
net debt	131,2				
equity value	223,8				
number of shares (mil. ks)	534,2				
target price (CZK)	419				

zdroj: odhady a výpočty Fio

V naší nové analýze na energetickou společnost ČEZ přistupujeme jak ke snížení cílové ceny z 598 Kč na 419 Kč, tak ke snížení investičního doporučení z „koupit“ na „držet“. Cílová cena se vztahuje k 12měsíčnímu investičnímu horizontu. Cílovou cenu na akcie ČEZu snižujeme na pozadí neočekávaného razantního propadu tržních cen silové elektřiny z počátku letošního roku. Konkrétně, ceny elektřiny ve srovnání s koncem roku 2015 klesly o 20 – 25 % na úroveň blízko 21 EUR/MWh. Hospodaření společnosti tak pravděpodobně bude i v dalších letech pod tlakem nepříznivého vývoje na trhu s elektřinou, což nás vedlo ke snížení prognózy ziskovosti pro roky 2017 - 2020. Oproti naší předchozí analýze tak snižujeme střednědobý výhled provozního zisku EBITDA, resp. očištěného čistého zisku v průměru o cca 16 %, resp. 46 % na úroveň 50 – 54 mld. Kč, resp. 10 – 13 mld. Kč. To by podle našich odhadů mělo mít negativní dopad do budoucích dividend. V letošním roce ještě očekáváme silnou, stabilní dividendu ve výši 40 Kč na akcii, což implikuje velmi atraktivní téměř 10% dividendový výnos. V příštím roce však již pravděpodobně nastane pokles, když managementem očekávaný letošní očištěný čistý zisk 18 mld. Kč a námi předpokládaný cca 80% dividendový výplatní poměr implikuje dividendu poblíž 27 Kč. Další zlom by mohl nastat po roce 2017, kdy, za předpokladu naplnění naší prognózy ziskovosti a neměnného dividendového výplatního poměru, vidíme pokles dividendy až do rozmezí 15 – 20 Kč na akcii. Na druhou stranu, námi předpokládaná stále solidní likvidní pozice plynoucí z relativně nízkého zadlužení či oproti minulým letům nižších CAPEX, podle našeho názoru může umožnit managementu v budoucnu modifikovat dividendovou politiku tak, aby dividendu byla udržena alespoň v rozmezí 20 – 25 Kč, což indikuje stále solidní 5 – 6% dividendový výnos.

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

Citlivostní analýza

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

Tabulka č.11: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

pokračující růst	WACC				
	6,14%	6,34%	6,54%	6,74%	6,94%
0,6%	429	405	384	363	344
0,8%	449	424	401	379	359
1,0%	471	444	419	396	374
1,2%	494	465	439	414	391
1,4%	520	489	460	434	409

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 blízko 30 %.
- Silná likvidní pozice.
- Stále atraktivní dividendová politika.
- 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 určitého zotavení tržních cen elektřiny, a to zejména díky dosažení dohody nad vznikem tržní stabilizační rezervy pro emisní povolenky a díky odstavení jaderných zdrojů v Německu.
- Realizace úspor s cílem snížit provozní náklady a podpořit ziskovost.
- Silné pátevní uhelné zdroje – Tušimice, Pruněřov (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.

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 nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem 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.

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 30. 3. 2016 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 2 doporučení koupit, 1 doporučení akumulovat, 2 doporučení držet a 1 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

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