

**Doporučení: Držet**  
**Cílová cena: 923 Kč**

**28.4.2011**

## **Změna doporučení na DRŽET z KOUPIT**

K dnešnímu dni měníme naše doporučení u energetické společnosti ČEZ, a to na DRŽET z předchozího KOUPIT. Akcie ČEZ v uplynulých týdnech zaznamenaly velmi silný růst a dostaly se tak nad naši cílovou cenu 923 Kč za akcii. Hlavním tahounem růstu akcií ČEZ v poslední době je uzavření sedmi jaderných reaktorů v sousedním Německu a následné zdražení elektřiny na energetických burzách. Podporu pro tento akciový titul představuje také blížící se datum, kdy se akcie ČEZ budou naposledy obchodovat s nárokem na dividendu (2. červen 2011). Navrhovaná výše dividendy je 50 Kč, což při současné ceně akcií představuje dividendový výnos převyšující 5%. Podle našeho názoru je, i s blížící se dividendou, růstový potenciál akcií společnosti ČEZ omezen a z toho důvodu snižujeme doporučení na stupeň držet.

Následuje původní ocenění společnosti ČEZ

**Doporučení: Koupit**  
**Cílová cena: 923 Kč**

9.3.2011

**Skupina ČEZ**

Předchozí doporučení - Koupit  
Nové doporučení – Koupit  
Předchozí cílová cena - 943 Kč  
Nová cílová cena - 923 Kč

**Základní informace o společnosti**

Adresa společnosti:  
ČEZ, a.s.  
Duhová 2/1444  
Praha 4, 14053  
<http://www.cez.cz>

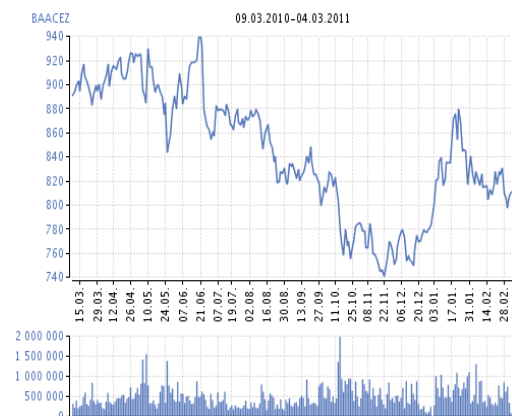
Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny  
Tržní kapitalizace: 433,8 mld. Kč  
Uzavírací cena k 8.3.2011 806 Kč  
Roční minimum: 736 Kč  
Roční maximum: 950 Kč  
Zařazen v indexech: PX, BWELEC, BWORLD  
Podíl v indexu PX: 23%

**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**



Globální ekonomická krize a propad cen a spotřeby elektřiny v předchozích letech dopadá do hospodářských výsledků skupiny ČEZ se zpožděním. Na zhoršující se hospodaření ukazují ohlášené data za poslední kvartál roku 2010 potažmo za celý rok 2010 a především pak výhled pro rok 2011, který je hlavní příčinou změny naší cílové ceny. Díky špatnému výhledu pro rok 2011 a stále přetrvávajícím problémům v energetickém sektoru, způsobené regulačními opatření ze strany EU a jednotlivých států, snižujeme naší cílovou cenu pro společnost ČEZ, a to na 923,- Kč za akcii z předchozích 943 korun. Vzhledem k současné tržní ceně má tento akciový titul potenciál růstu téměř 15%, ponecháváme tedy stále naše doporučení k nákupu.

**Hospodářské výsledky za rok 2010**

Hospodářské výsledky společnosti byly, jak v posledním čtvrtletí, tak i v celém roce 2010 negativně ovlivněny meziročním poklesem prodejních cen elektřiny a také posilováním české měny. Pokles cen byl však do jisté míry nahrazen vyšší spotřebou elektřiny, která v ČR vzrostla na meziroční bázi o 3,8% (u velkoobdobatelů to byl nárůst o 4,5 a u domácností o 2%). Do provozních výnosů se pak pozitivně promítl také zvýšený prodej tepla, zemního plynu a obchodování s deriváty a emisními povolenkami. Provozní zisk na úrovni EBITDA se tak za rok 2010 snížila o 2 miliardy na 89,1 miliardy korun a EBIT za celý rok dosáhl úrovně 65 miliard korun. Čistý zisk za rok 2010 poklesl v meziročním porovnání o 9% na 47,2 miliardy korun. Na poklesu ziskovosti se projevil vyšší úrokové náklady, které se zvýšily oproti roku 2009 o 0,5 miliardy, dále pak kursově ztráty (vyšší o 0,7 mld. Kč, pramenící především z přecenění opce na akcie MOL) a odpis negativního goodwillu z akvizice Mibrag účtovaná do výnosů v roce 2009.

ČEZ také poskytl poměrně negativní pohled na rok 2011, kdy očekává pokles jak na úrovni provozního zisku (EBITDA 84,7 miliardy korun), tak i na úrovni čistého zisku (40,1 miliardy korun). Společnost dále je pak očekává nárůst produkce elektřiny v roce 2011 o 2,6% na 64,3 TWh, přičemž nejvýraznější nárůst je očekáván u jaderných zdrojů o 4,0%. Za hlavní důvody poklesu hospodářských výsledků byly označeny nižší prodejní ceny elektřiny, posilující kurz české koruny oproti euru a v neposlední řadě prudký nárůst produkce elektřiny z fotovoltaických zdrojů. Každý z těchto uvedených faktorů bude mít negativní dopad, který byl společností ČEZ vyčíslen na 4 miliardy korun.

**Tab. č. 1 predikce hospodaření společnosti**  
(mil. EUR)

	2011*	2012*	2013*	2014*
<b>EBITDA</b>	<b>85 099</b>	<b>85 412</b>	<b>89 897</b>	<b>96 263</b>
<i>Předchozí</i>	87178	87912	90793	96 263
<b>EBIT</b>	<b>60 202</b>	<b>60 016</b>	<b>63 994</b>	<b>70 734</b>
<i>Předchozí</i>	63355	63613	64 008	70734
<b>Čistý zisk</b>	<b>41 325</b>	<b>42 541</b>	<b>44 855</b>	<b>51 795</b>
<i>Předchozí</i>	45427	45190	45 608	51995

**Tab. č. 2 předpokládané prodejní elektřiny**  
(eur/MWh, jedná se o base load ceny elektřiny)

Ceny uhlí	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Nový odhad cen elektřiny</b>	52	52	53	56	59
<b>Původní odhad cen el.</b>	52	53	54	56	59

**Tab. č. 3 původní odhady možností výplaty dividendy**  
(Kč na akcii)

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

\* námi očekávaný poměr

**Tab. č. 4 odhady možností výplaty dividendy**  
(Kč na akcii)

výplatní poměr	2011	2012	2013	2014	2015
50%	38,7	39,8	40,3	44,6	49,5
55%	42,6	43,8	44,4	49,1	54,5
<b>60%*</b>	<b>46,4</b>	<b>47,8</b>	<b>48,4</b>	<b>53,6</b>	<b>59,4</b>

\* námi očekávaný poměr

## Hlavní důvody vedoucí ke změně cílové ceny:

- Obnovitelné zdroje elektřiny, především pak fotovoltaická výroba, společně s regulačními opatřeními v Evropě stále výrazně negativně ovlivňují evropský energetický trh, což se negativně projeví také na hospodaření skupiny ČEZ. Očekáváme, že čistý zisk společnosti v roce 2011 poklesne o více jak 12% na 41 miliard korun. Na provozní úrovni pak očekáváme také zhoršení, když EBITDA bude meziročně nižší o 4,5% a dosáhne tak hodnoty 85,1 miliardy korun a provozní zisk se sníží na 60,2 miliardy korun. Hlavními důvody jsou nižší ceny elektřiny, negativní vliv fotovoltaických zdrojů výroby elektřiny a kursově ztráty ze zajištění díky posilující koruně. Mírné zhoršení hospodářských výsledků, než naše původní odhady, očekáváme také v následujících dvou letech (2012 a 2013).
- Pro následující rok 2012 měníme náš odhad pro prodejní cenu elektřiny společnosti ČEZ, a to na 52 euro/MWh z původních 53 euro. O jedno euro na 53 euro/MWh snižujeme také odhad ceny elektřiny pro rok 2013. V současné době má již ČEZ zajištěno 65% objemu elektřiny za cenu 52 euro za MWh a pro rok 2013 je již prodáno 18% objemu elektřiny. Pro následující roky ponecháváme ceny elektřiny na stejné úrovni jako v předchozím odhadu viz. tabulka č.2. Hlavní příčinou poklesu cen je nadbytek výrobních kapacit způsobený především rozvojem obnovitelných zdrojů výroby elektřiny.
- Díky negativnímu tlaku na hospodářské výsledky dojde ke snížení výplaty dividendy viz tabulka č. 3. 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, když čistý zisk za rok 2010 poklesl na 47,2 miliardy korun. Je velmi pravděpodobné, že stát jako majoritní vlastní ČEZu zvýší mírně výplatní poměr a dividendu za rok 2010 bude 50 Kč na akcii. Následně předpokládáme, že dojde ke zvýšení výplatního poměru na 60% z čistého zisku viz. tabulka č.3.

## Stanovení cílové ceny

Tab. č. 4 Stanovení diskontní míry na základě modelu oceňování kapitálových aktiv (CAMP)

Výnos desetiletého státního dluhopisu	4,07%
Ukazatel Beta	0,7
Tržní úroková míra	9,6%
<b>Diskontní sazba</b>	<b>7,94%</b>

## Ocenění společnosti

Pomocí modelu Free Cash Flow to Equity (FCFE) byla stanovena cílová cena pro akcie společnosti ČEZ hodnotu 923 Kč za akcii. Stanovená cílová cena poskytuje vzhledem k současné tržní ceně na 806 Kč je růstový potenciál téměř 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 7,94% a pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM, viz tabulka č. 4). 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 4,07 %. 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 2011 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 923Kč.

Tabulka č. 5 výpočet cílové ceny (mil Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	Pokračující fáze
čistý zisk	41 325	42 541	44 855	51795	55022	
Odpisy	23823	24299	24785	25529	26295	
kapitálové výdaje	63268	65249	46917	47967	65972	
<b>CF na akcii</b>	<b>-1,47</b>	<b>15,3</b>	<b>43,79</b>	<b>41,6</b>	<b>31,9</b>	<b>792,13</b>

## 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.
- Regulační opatření a rozvoj fotovoltaických zdrojů.

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.

Ing. Josef Novotný  
Finanční analytik  
www.fio.cz  
josef.novotny@fio.cz

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 nenesé 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 spoluledoucím 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 8.3.2011 Fio banka, a.s. má platných 15 investičních doporučení. Z toho je 8 doporučení k nákupu, 3 doporučení držet, 2 doporučení akumulovat, jedno doporučení redukovat a jedno doporučení je v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.