

Doporučení: Akumulovat
Cílová cena: 780 Kč

12.11.2012

ČEZ

Doporučení: Akumulovat

Cílová cena: 780 Kč

Předchozí doporučení: Koupit

Předchozí cílová cena: 930 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: 380,9 mld. Kč

Závěrečná cena k 9.11.2012: 709 Kč

Roční minimum: 684,50 Kč

Roční maximum: 840 Kč

Zařazen v indexech: PX, BWELEC, CETOP20...

Podíl v indexu PX: 19,65 %

Struktura akcionářů:

Česká republika: 69,78 %

Free Float: 30,22%

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,78

Graf. č.1: Roční vývoj kurzu společnosti



V naší nové analýze na energetickou společnost ČEZ stanovujeme novou cílovou cenu na tento akciový titul ve výši 780 Kč a rovněž nové investiční doporučení na stupni „akumulovat“. Ve srovnání s předchozí analýzou jsme tak přistoupili jak ke snížení cílové ceny z hodnoty 930 Kč, tak ke snížení doporučení ze stupně „koupit“. K tomuto kroku nás vedly především aktuálně relativně nízké ceny elektřiny na energetických burzách a absence růstových impulsů, které by vedly k výraznější podpoře cen v horizontu nejbližších měsíců. Tato situace nás přiměla ke snížení výhledu cen elektřiny oproti naší předchozí analýze. I přes snížení cílové ceny se domníváme, že akcie ČEZ, vzhledem k aktuální tržní ceně, nabízí zhruba 10% investiční potenciál. Investici do akcií ČEZ tak stále vnímáme jako zajímavou příležitost s ohledem na to, že společnost se řadí mezi významné evropské utility se stabilním hospodařením, nízkou mírou zadlužení a stabilní dividendovou politikou. Budoucí růst by podle našeho názoru měla společnost zajistit její strategie mít diverzifikované výrobní zdroje, investice do jejich výstavby a modernizace, dále pak její investiční záměry a plány v oblasti obnovitelných zdrojů v Polsku či Rumunsku a rovněž předpokládané úspěšné působení na trhu se zemním plynem.

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, Albánie 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 2011 tento segment realizoval provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 55,8 mld. Kč a na celkové EBITDA společnosti se podílel 64 %.

Tabulka č.1: Základní ukazatele

ČEZ	2009	2010	2011
Produkce elektřiny (GWh)	65 344	68 433	69 209
Instalovaný výkon (MW)	14 395	15 018	15 122
Výnosy (mil.Kč)	196 352	198 848	209 761
EBITDA (mil. Kč)	91 075	89 089	87 312
Čistý zisk (mil. Kč)	51 855	46 941	40 753
P/E	8,94	8,88	10,3
P/S	1,55	1,74	0,94
ROA (%)	10,27	8,76	7,13
ROE (%)	27,6	22,3	18,2

zdroj: ČEZ, Bloomberg

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

rok 2011	Výnosy ¹	EBITDA	EBIT
Výroba a obchod SE	69 436	55 745	40 756
podíl na celku	33,10%	63,85%	66,22%
Distribuce a prodej SE	93 793	15 996	12 543
podíl na celku	44,71%	18,32%	20,38%
Těžba SE	4 806	4 793	2 917
podíl na celku	2,29%	5,49%	4,74%
Ostatní SE	3 274	4 996	2 826
podíl na celku	1,56%	5,72%	4,59%
Výroba a obchod JVE	3 860	2 310	1 373
podíl na celku	1,84%	2,65%	2,23%
Distribuce a prodej JVE	34 567	3 551	1 266
podíl na celku	16,48%	4,07%	2,06%
Ostatní JVE	25	88	28
podíl na celku	0,01%	0,10%	0,05%
Celkem ²	209 761	87 312	61 542

zdroj: ČEZ, ¹výnosy bez výnosů mezi segmenty, ²Údaje v řádce celkem jsou konsolidované

U provozního zisku po odečtení odpisů (EBIT) je podíl u tohoto segmentu obdobný, a to na úrovni 66 %. V roce 2011 činily výnosy segmentu výroby a obchodu SE (očistěné o výnosy mezi segmenty) 69,4 mld. Kč a na celkových provozních výnosech ČEZu ve výši 209,8 mld. Kč se tak podílely 33 %. Segment distribuce a prodej SE v loňském roce realizoval tržby na úrovni 93,8 mld. Kč, což znamená 45% podíl na celkových výnosech společnosti a je tak z hlediska objemu výnosů největším segmentem. Výkonnost všech segmentů za loňský rok a podíly jejich základních finančních ukazatelů na celkovém výsledku hospodaření společnosti shrnuje tabulka č.2.

Česká republika

V České republice společnost ČEZ disponuje širokým portfoliem výrobních zdrojů, tzn. jadernými, uhelnými, vodními, fotovoltaickými a větrnými elektrárnami a dále teplárnami. Instalovaný výkon těchto tuzemských zdrojů za rok 2011 činil 12 814 MW, což znamená 85% podíl na instalovaném výkonu celé společnosti a jejich produkce elektřiny byla ve výši 63 321 GWh (63,3 TWh). ČEZ tak zhruba 90 % elektřiny vyrábí v tuzemsku. V ČR nejvíce elektřiny ČEZ vyrobí z uhelných elektráren, a to 52 %, následují jaderné elektrárny s 45% podílem na celkové tuzemské produkci elektřiny společnosti. Zbýlých 3 % připadá na obnovitelné zdroje, tedy na vodní, fotovoltaické a větrné elektrárny. ČEZ v ČR v loňském roce svým zákazníkům distribuoval (zprostředkoval) elektřinu v objemu 32 613 GWh, což je 60% podíl na celkovém objemu distribuované elektřiny za celou Skupinu. Objem prodeje elektřiny koncovým zákazníkům za rok 2011 v tuzemsku činil 21 969 GWh a na celkových prodejkách společnosti se tak tuzemsko podílí z 50 %.

Společnost rovněž od roku 2010 aktivně působí na maloobchodním 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 zatím neustále rozšiřuje a společnost je aktuálně největším alternativním dodavatelem plynu v ČR (cca 5% podíl na trhu).

Dále se společnost ČEZ věnuje v ČR těžbě a prodeji hnědého uhlí, a to prostřednictvím své dceřinné společnosti Severočeské doly. Těžba probíhá v Dolech Nástup Tušimice a Dolech Bílina. Roční produkce a odbyt uhlí činil v roce 2011 25,1 mil. tun, přičemž zhruba 70 % produkce směřuje hnědouhelným elektrárnám v rámci Skupiny a zbylých 30 %

se prodává externím zákazníkům.

Zahraničí

Zahraniční expanze byla započata v lednu 2005, kdy společnost ČEZ převzala majoritní podíly ve třech bulharských distribučních společnostech (později byly tyto firmy spojeny do jedné společnosti ČEZ 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. O rok později se mezi významné akvizice zařadilo partnerství s maďarskou ropnou a plynárenskou společností MOL, v rámci něhož probíhají aktivity na Slovensku a Maďarsku a které je zaměřeno mimo jiné na projekty výstavby plynových elektráren. V roce 2008 ČEZ úspěšně vstoupil do projektů výstavby největšího evropského větrného parku v Rumunsku, v témže roce společnost vstoupila na turecký energetický trh a rovněž zvítězila v privatizačním tendru na distribuční společnost v Albánii.

Výsledky hospodaření za 3Q 2012, resp. 9M 2012

Společnost ČEZ za 3Q 2012 realizovala meziroční nárůst tržeb o 5,3 % na úroveň 49,5 mld. Kč a mírně tak zaostala za očekáváním trhu ve výši 50,2 mld. Kč. Náš odhad výnosů na úrovni 47,4 mld. Kč byl však mírně překonán. Meziroční zvýšení výnosů bylo způsobeno zejména díky nárůstu výroby elektřiny v tuzemských jaderných elektrárnách a rumunském větrném parku, kde bylo v průběhu 3Q 2012 připojeno do sítě dalších 37 větrných turbín na celkových 213. My jsme očekávali o něco mírnější tempo instalace, což byl také jeden z důvodů našeho mírně slabšího výhledu výnosů oproti vykázané skutečnosti. Do dnešních dnů již vyrábí elektřinu 234 větrných turbín (z celkového plánovaného počtu 240). Pozitivní efekt do celkových tržeb mělo rovněž očekávané meziroční zvýšení realizačních cen elektřiny a námi předpokládané příznivé výsledky ze segmentu zemního plynu, kde ČEZ za 3Q 2012 meziročně zvýšil objem prodeje plynu koncovým zákazníkům o 40 % na 0,7 TWh. Za období 9M 2012 společnost realizovala výnosy ve výši 162,5 mld. Kč, meziročně vyšší o 8 %.

Provozní zisky za 3Q 2012 zaznamenaly meziroční poklesy, když zisk před odečtením odpisů EBITDA klesl o 12 % y/y na úroveň 16,3 mld. Kč a zisk EBIT dosáhl meziročního snížení o 22 % na hladinu 9,3 mld. Kč. Úroveň provozního hospodaření tak nenaplnila očekávání trhu i naše očekávání a

Tabulka č.3: Hospodaření ČEZ za 3Q 2012

mld. Kč	3Q 2012	konsensus trhu*	3Q 2011	y/y
Výnosy	49,5	50,2	47,0	5,3%
EBITDA	16,3	18,1	18,5	-11,9%
EBIT	9,3	11,5	11,9	-21,8%
Čistý zisk	6,2	8,0	2,45	153,1%
Zisk na akcii (Kč)	12,4	-	4,6	169,6%

*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

Tabulka č.4: Hospodaření ČEZ za 9M 2012

mld. Kč	9M 2012	konsensus trhu*	9M 2011	y/y
Výnosy	162,5	163,2	150,6	7,9%
EBITDA	64,7	66,6	62,4	3,7%
EBIT	44,7	47,0	43,5	2,8%
Čistý zisk	33,4	35,1	26,4	26,5%
Zisk na akcii (Kč)	64,2	-	49,5	29,7%

*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

byla negativně ovlivněna zejména pokračující nepříznivou situací v albánské distribuční divizi, kde společnost za 3Q 2012 prohloubila provozní ztrátu na 1,5 mld. Kč z úrovně ztráty 0,4 mld. Kč realizovanou ve 2Q 2012. V Albánii zůstává stále nevyřešena situace ohledně navýšení nákupních cen elektřiny ze strany státního výrobce elektřiny KESH, aniž by měl ČEZ možnost promítnout tento nárůst do cen koncovým zákazníkům. ČEZ dále zatížil náklady vytvořením rezervy na náklady související s dodatečnou fakturací od KESH za dodanou elektřinu na ztráty, rovněž došlo k dodatečným daňovým výměrům vůči albánské distribuční divizi. Situace v Albánii tak meziročně snížila celkový zisk EBITDA ve 3Q 2012 o 1,7 mld. Kč a zdaleka nejvíce přispěla do meziročního poklesu provozní ziskovosti. Očekáváme v nejbližším období intenzivní jednání mezi společnostmi a albánskými vládními představiteli s cílem do konce roku vyřešit nepříznivě se vyvíjející situaci v Albánii. Management ČEZu již připustil, že odchod ze země se jeví jako pravděpodobná varianta. Negativně na provozní zisky také působil, nicméně v souladu s naším očekáváním, meziroční růst odpisů, což reflektuje vyšší investice do dlouhodobého investičního majetku. Za celé období 9M 2012 však ČEZ reportoval, zejména vlivem slušné výkonnosti v první polovině letošního roku, meziroční nárůsty na zisku EBITDA a EBIT, a to o 3,7 % na 64,7 mld. Kč, resp. o 2,8 % na 44,7 mld. Kč.

Čistý zisk za třetí letošní kvartál dosáhl úrovně 6,2 mld. Kč (+153 % y/y), téměř v souladu s naším očekáváním, nicméně pod konsensem trhu ve výši 8 mld. Kč. Výrazný meziroční nárůst čistého zisku byl hlavně způsoben absencí negativní jednorázové položky v podobě odpisu goodwillu v souvislosti s prodejem společnosti MIBRAG, která byla zaúčtována ve 3Q 2011. V souladu s naším očekáváním byl čistý zisk ve 3Q 2012 rovněž příznivě ovlivněn ziskem z přecenění opce MOL (což meziročně navýšilo čistý zisk o 2,2 mld. Kč) a nižší darovací daní z emisních povolenek s příznivým dopadem do čisté ziskovosti ve výši 0,5 mld. Kč. Za devět měsíců letošního roku společnost realizovala čistý zisk ve výši 33,4 mld. Kč, meziročně vyšší o 26,5 %.

Výhled hospodaření společnosti ČEZ

Rok 2012 – pokles ziskovosti díky situaci v Albánii

Na hospodářské výsledky v posledním letošním čtvrtletí by měly tradičně pozitivně působit sezónní vlivy (chladnější počasí spojené s vyšší spotřebou elektřiny a vyšší poptávkou po vytápění), což by mělo vést k mezikvartálně

Tabulka č.5: Hospodaření ČEZ v letošních čtvrtletích a výhled na 4Q 2012

mld. Kč	1Q 2012	2Q 2012	3Q 2012	4Q 2012
Výnosy	60,8	52,2	49,5	59,5
EBITDA	26,3	22,1	16,3	20,5
EBIT	19,8	15,6	9,3	13,2
Čistý zisk	14,4	12,8	6,2	6,8

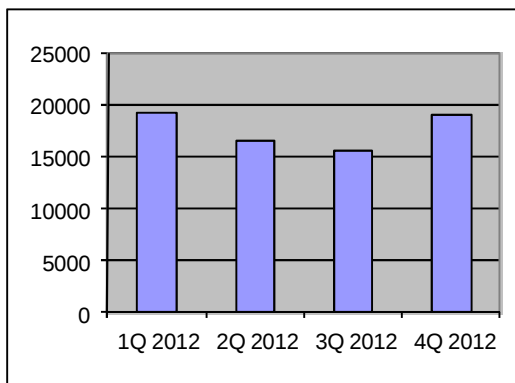
zdroj: ČEZ, vlastní odhady

lepší ziskovosti oproti třetímu kvartálu. Výnosy za 4Q 2012 predikujeme na úrovni 59,5 mld. Kč, meziročně více o 0,5 %. Za celý rok 2012 očekáváme meziroční nárůst výnosů o téměř 6 % na hladinu 222 mld. Kč.

Kromě 1% meziročního nárůstu realizační ceny elektřiny na 52,50 EUR/MWh by celoroční tržby měly být podpořeny meziročně vyšší výrobou elektřiny, kde prognózujeme nárůst o 1,6 % y/y na úroveň 70 300 GWh. Předpokládaný růst produkce elektřiny v roce 2012 by měl být způsoben zvýšením výroby z tuzemských zdrojů. Očekáváme, že ČEZ ze zdrojů v ČR za letošní rok vyrobí okolo 65 000 GWh elektřiny (+2,7 % y/y). Rekordní objem výroby v letošním roce, zejména díky kratším odstávkám ve srovnání s rokem 2011, očekáváme v jaderné elektrárně Temelín, kde by produkce měla poprvé přesáhnout úroveň 15 000 GWh, což by znamenalo zhruba 8% nárůst. Výrobu z jádra by měl podpořit rovněž zvýšený instalovaný výkon elektrárny Dukovany z úrovně 1760 MW na 2040 MW. Produkce uhelných elektráren v první polovině roku 2012 rostla, i díky uvedení elektrárny Tušimice do provozu po komplexní obnově. Ve druhém pololetí však očekáváme slabší výrobu elektřiny z tuzemských uhelných zdrojů, když jedním z hlavních faktorů poklesu bude odstavení třech bloků elektrárny Prunéřov II z důvodu jejich komplexní obnovy, jenž začala letos v září. Za celý rok 2012 tak předpokládáme přibližně 3% pokles u produkce elektřiny z uhlí, kdy negativní roli sehrávají i aktuálně relativně nízké ceny elektřiny, což vytváří tlak na rentabilitu některých, zejména zastaralejších tuzemských uhelných zdrojů a společnosti se tak za této situace spíše vyplácí mírně redukovat výrobu z uhlí.

Pozitivní vliv na produkci elektřiny a výnosy jak za 4Q 2012, tak za celý rok 2012 by měl mít větrný park v Rumunsku. ČEZ plánuje do konce letošního roku dokončení celého parku a tedy připojení všech 240 větrných turbín o celkovém instalovaném výkonu 600 MW do sítě. Podle našeho názoru se ČEZu tento plán podaří splnit, jelikož výstavba parku probíhala v posledním roce bez komplikací (jak uvádíme výše, v současnosti je připojeno již 234 větrných turbín). Celkově by však výroba elektřiny ze zahraničních zdrojů měla letos meziročně poklesnout o zhruba 10 % na 5 300 GWh, a to díky očekávanému snížení produkce v bulharské uhelné elektrárně Varna (ČEZ odhaduje pokles o 36 % y/y na 2 000 GWh), když je předpokládána nižší aktivace studené rezervy z důvodu mírnějších klimatických podmínek. Očekávaný nárůst výroby z tuzemských zdrojů však vykompenzuje pokles v zahraničí a celkově by tak podle našeho odhadu měla mít produkce elektřiny pozitivní vliv na tržby jak ve 4Q 2012, tak v celém roce 2012.

Graf č.2: Výroba elektřiny ČEZ v letošních čtvrtletích a výhled na 4Q 2012 (GWh)



zdroj: ČEZ, vlastní odhady

Pozitivně nahlížíme na zatím úspěšné etablování ČEZu na trhu se zemním plynem, kde společnost vykazuje růsty v počtu klientské základny. Od počátku roku 2012 do jeho poloviny ČEZ zvýšil počet svých odběratelů zemního plynu o 64 tis. na téměř 300 tis., do konce letošního roku očekáváme další nárůst v rozmezí 80 – 90 tis., což implikuje celoroční přírůstek mezi 140 – 150 tis. nových zákazníků a pozitivní dopad do celkových výnosů společnosti.

Na úrovni provozních zisků však v letošním roce očekáváme poklesy, a to na zisku EBITDA o 2,4 % y/y na 85,2 mld. Kč a na zisku EBIT o 5,8 % y/y na 58 mld. Kč. Hlavní negativní vliv do provozní ziskovosti, jak ve 4Q 2012, tak za celý letošní rok, bude mít distribuční divize v Albánii, kde ČEZ za období 9M 2012 realizoval provozní EBITDA ztrátu 3,8 mld. Kč. Situace v této zemi se v současnosti i nadále komplikuje, a proto očekáváme celoroční EBITDA ztrátu z albánských operací kolem úrovně 4 mld. Kč. Předpokládaný výraznější meziroční pokles u zisku EBIT oproti EBITDA je dán zejména očekávaným meziročním zvýšením odpisů o 5,7 % na 27,2 mld. Kč, když rostoucí odpisy reflektují rozsáhlý investiční program v průběhu letošního roku (např. dokončení modernizace uhelné elektrárny Tušimice, probíhající výstavba nového uhelného zdroje v Ledvicích, pokračující stavební práce na novém paroplynovém zdroji v Počeradech, dokončování větrného parku v Rumunsku či investice v Turecku v podobě dokončení vodních elektráren nebo probíhající výstavba paroplynového zdroje Egemer). Velikost investičních výdajů (CAPEX) pro letošní rok odhadujeme kolem úrovně 57 mld. Kč, tedy zhruba o 11 % více ve srovnání s rokem 2011.

Za samotný 4Q 2012 prognózuje, že ČEZ zaznamená meziroční pokles zisku EBIT o 26 % na 13,2 mld. Kč a snížení zisku EBITDA o 18 % na úroveň 20,5 mld. Kč. Vedle rizik plynoucích z podnikání v Albánii by očekávaná meziročně slabší provozní úroveň ve 4Q 2012 měla být rovněž dána dalším nárůstem odpisů jak meziročně, tak mezikvartálně, nižšími tržbami (hrubými maržemi) z distribuční činnosti v ČR vlivem poklesu korekčního faktoru oproti roku 2011 (nižší korekční faktor na distribuci v ČR negativně ovlivňoval ziskovost i v předchozích letošních kvartálech) a také námi předpokládanými vyššími náklady na opravy a údržbu, které byly přesunuty z loňského roku do toho letošního.

Celoroční letošní čistý zisk predikujeme na úrovni 40,2 mld. Kč, o 1,3 % meziročně nižší, když bude podle našich očekávání negativně ovlivněn zejména poklesy na provozní úrovni hospodaření. Mezi pozitivní faktory, které budou podle našeho názoru příznivě působit na čistou ziskovost, nicméně nevykompenzují výše uvedené negativní provozní vlivy, by měla patřit nižší odvedená darovací daň z emisních povolenek. V roce 2011 nově zavedená 32% darovací daň

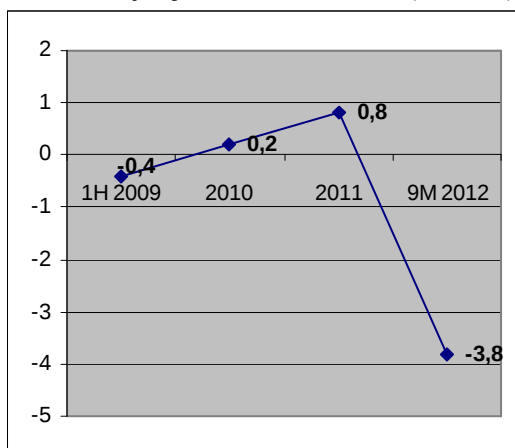
z emisních povolenek způsobila ČEZu náklady ve výši 3,6 mld. Kč. Absolutní výše darovací daně je odvozována z ceny emisní povolenky na trhu. V letošním roce došlo na trhu s emisními povolenkami, zejména z důvodu jejich přebytku, k propadu jejich ceny zhruba o polovinu (cena se aktuálně pohybuje kolem úrovně 8,50 EUR za tunu). Očekáváme tak, že ČEZ letos zaplatí na této darovací dani zhruba 1,8 mld. Kč. Pozitivní příspěvek pocházející z finanční části výsledovky také předpokládáme ze zisku z přecenění opce MOL a z vyššího zisku tureckých společností především díky vlivu kurzových změn z přecenění úvěrů. I přes očekávané rostoucí zadlužení (v roce 2011 činil poměr čistého dluhu k EBITDA zisku 1,83 a pro rok 2012 prognózuje nárůst tohoto ukazatele k úrovni kolem hodnoty 2), které reflektuje rozsáhlý investiční program, pro letošní rok neočekáváme meziroční růst nákladových úroků, a to z důvodu předpokládané vyšší kapitalizace do majetku. Čistý zisk za poslední kvartál roku 2012 předpokládáme na úrovni 6,8 mld. Kč, meziročně nižší o 52 %, když hlavní roli by měla sehrát očekávaná slabší provozní ziskovost.

Stále složitá situace v Albánii

Společnost ČEZ vítězstvím v privatizačním tendru na jedinou distribuční společnost v Albánii vstoupila v roce 2008 na tamní energetický trh. K faktickému převzetí distribuční společnosti ČEZ Shperndarje, ve které ČEZ získal 76% podíl za 2,7 mld. Kč, došlo v květnu 2009. Od této chvíle ČEZ v distribuční společnosti nastartoval proces restrukturalizace související např. s implementací účetního a fakturačního systému, osazením veškerých odběrných míst elektroměry či otevřením nových zákaznických center a rovněž byl nastartován proces snižování počtu zaměstnanců. Společnost se musela od počátku svého podnikání v albánské distribuci potýkat s nízkou platební morálkou zákazníků, vysokými ztrátami v sítích a rovněž s krádežemi elektřiny. I přes od počátku složité regulační prostředí a tedy jeho nízkou předvídatelnost, byl nastartovaný proces restrukturalizace distribuční společnosti úspěšný a ČEZ dosahoval v Albánii v letech 2010 a 2011 kladného provozního zisku EBITDA ve výši 0,2 mld. Kč, resp. 0,8 mld. Kč.

Situace se začala výrazněji komplikovat na začátku letošního roku, kdy albánský regulátor nařídil zvýšení nákupní ceny elektřiny, kterou musí ČEZ Shperndarje platit státnímu monopolnímu výrobcí elektřiny KESH, o 91 %, a to bez možnosti promítnout toto zvýšení do cen koncovým zákazníkům.

Graf č.3: Vývoj EBITDA v Albánii (mld. Kč)



zdroj: ČEZ

Po intenzivním jednání v průběhu prvního pololetí se podařilo snížit původní navýšení z 91 % na 49 %, a to zpětně od 1. ledna 2012. Toto částečné zmírnění podmínek však podle našeho názoru nebude dostatečné k tomu, aby se albánská distribuční divize ČEZu dostala v posledním kvartále letošního roku do kladného hospodářského výsledku. Navíc situace v Albánii se v průběhu třetího čtvrtletí nelepšila, spíše se napětí mezi společnostmi ČEZ a albánskou vládou, potažmo energetickým regulátorem nadále stupňovalo. Situaci vyhrotilo zejména vystavení daňového nedoplatku a penále ve výši 28 mil. EUR (cca 700 mil. Kč) či nedoplatku za nedodržení objemu importů elektřiny ve výši 3 mil. EUR (cca 75 mil. Kč). Tyto daňové nedoplatky ČEZ odmítá a je připraven se proti tomuto rozhodnutí bránit. Aktuálně albánská strana přislíbila za svou stranu vytvoření vyjednávacího týmu a očekáváme tak, že v těchto týdnech začnou znovu jednání s cílem nalézt řešení komplikované situace. Na konci letošního října management ČEZu poprvé připustil, že společnost uvažuje i o ukončení činnosti v Albánii a tedy o prodeji 76% podílu v distribuční společnosti ČEZ Shperndarje. Vedení ČEZu uvedlo, že o situaci v Albánii by mělo být rozhodnuto do konce roku 2012. Variant řešení je tedy více, včetně celkové úpravy regulatorního prostředí, urovnání sporů a tedy pokračování působnosti ČEZu v této zemi. V případě nedohody a eskalace problémů má ČEZ připravenou dokumentaci potřebnou k uplatnění záruky Světové banky. Ta činí 60 mil. EUR (cca 1,5 mld. Kč) a měla by napomoci snížit případné ztráty související s případným odchodem ze země a tedy odpisem albánských aktiv.

Vzhledem k tomu, jak se situace v Albánii v posledních týdnech a měsících vyvíjela se domníváme, že pravděpodobnost odchodu ze země je vyšší než pravděpodobnost setrvání. Albánie tak zůstává rizikem pro výsledky hospodaření za letošní rok.

Výhled hospodaření v dalším období

Výhled hospodaření společnosti ČEZ ve střednědobém horizontu, tzn. v následujících dvou-třech letech je do značné míry závislý na budoucím vývoji cen elektřiny. Jak uvádíme výše, ČEZ má na letošní rok zajištěnou cenu silové elektřiny ve výši 52,50 EUR/MWh (baseload), což znamená 1% zvýšení oproti roku 2011. Impulsem k meziročnímu nárůstu ceny bylo zejména zemětřesení v Japonsku, jenž způsobilo poškození jaderné elektrárny ve Fukušimě, a následné rozhodnutí Německa o budoucím odklonu od jaderné energetiky. Na jaře 2011 se tak krátkodobě cena ročního kontraktu na Německé energetické burze dostala nad 60 EUR/MWh. Ke konci roku 2011 se pak ceny na energetických burzách vracely zpět do rozmezí 55 – 50 EUR.

Tabulka č.6: Výhled cen silové elektřiny (EUR/MWh, baseload)

2012*	2013	2014	2015	2016
52,5	51,30	49,80	51	51,8

zdroj: vlastní odhady,

*rok 2012: nejedná se o odhad, za cenu 52,50 EUR/MWh má ČEZ prodánu veškerou svojí letošní produkci ze svých výrobních zdrojů.

Tabulka č.7: Výhled hospodaření ČEZ

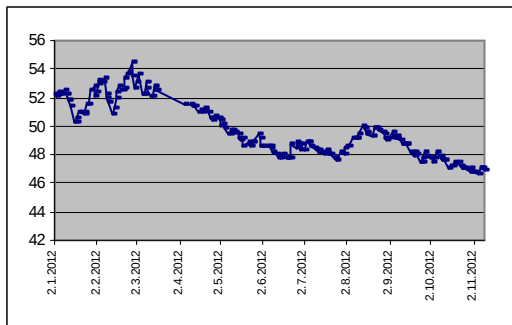
mld. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
Výnosy	222,0	224,7	223,0	229,2	232,3
EBITDA	85,2	88,2	87,8	90,0	91,8
EBIT	58,0	59,5	58,7	60,7	61,5
Čistý zisk	40,2	41,2	40,9	42,8	43,4

zdroj: vlastní odhady

Aktuálně se ceny silové elektřiny nevyvíjejí příliš pozitivně, když roční kontrakt na Německé burze se pohybuje okolo úrovně 47 EUR. ČEZ, v rámci své standardní strategie zajišťování tržeb z výroby, měl na začátku letošního srpna na rok 2013 předprodáno 65 % elektřiny ze svých zdrojů za průměrnou cenu lehce nad 52 EUR/MWh. ČEZ tak ještě částečně těžil z relativně příznivých cen roku 2011. V současnosti má společnost na rok 2013 předprodáno 94 % své plánované produkce za cenu 51,50 EUR, což je meziroční pokles o 2 %. Pokles zajištěné ceny je v souladu s aktuální situací na trhu, kde cena elektřiny od letních měsíců klesá z úrovně kolem 50 EUR na aktuálních výše zmíněných 47 EUR. I přes výše zmíněný 2% pokles zajištěné ceny elektřiny z výroby očekáváme pro rok 2013 mírné meziroční růsty na ziscích společnosti, a to jednak z důvodu situace v Albánii, která podle našeho odhadu negativně zatíží ziskovost zejména jen v roce 2012 a jednak vlivem proklamované snahy managementu společnosti zefektivnit uspořádání podpůrných procesů a servisních činností v rámci Skupiny s cílem uspořit na provozních nákladech cca 0,5 mld. Kč ročně. Tento proces centralizace podpůrných servisních činností by měl podle našeho předpokladu přinášet úspory již od příštího roku. V roce 2013 tak odhadujeme meziroční růst zisku EBITDA o 3,6 % na úroveň 88,2 mld. Kč a zvýšení zisku EBIT o 2,7 % na 59,5 mld. Kč. s pozitivním vlivem do čistého zisku, u něhož očekáváme mírné zvýšení o 2,5 % y/y na 41,2 mld. Kč. I přes očekávané nižší ceny elektřiny pro rok 2013 by podle našeho odhadu výnosy ČEZu měly zaznamenat mírný růst kolem 1 % na hladinu 224,3 mld. Kč, když pozitivní vliv očekáváme zejména od meziročně vyšší produkce elektřiny a vyšších výnosů a marží z prodeje zemního plynu. Celkové výnosy v roce 2013 by měly být rovněž podpořeny distribucí elektřiny v ČR, když předpokládáme oproti roku 2012 zvýšení povolených výnosů z důvodu započtení korekčních faktorů. Korekční faktory na distribuci souvisí se solární energetikou, kdy ČEZ vykupuje od producentů solární energie elektřinu za státem stanovené výkupní ceny, které jsou vyšší než ceny, které pak společnost účtuje koncovým zákazníkům. Stát pak tento rozdíl ČEZu kompenzuje prostřednictvím korekčních faktorů, nicméně z důvodu technických se tato kompenzace do výnosů společnosti projevuje až s ročním zpožděním. Pozitivní vliv korekčních faktorů na výnosy a marže z distribuce v ČR tak očekáváme v roce 2013, když naposledy tento vliv příznivě působil na výsledky společnosti v roce 2011.

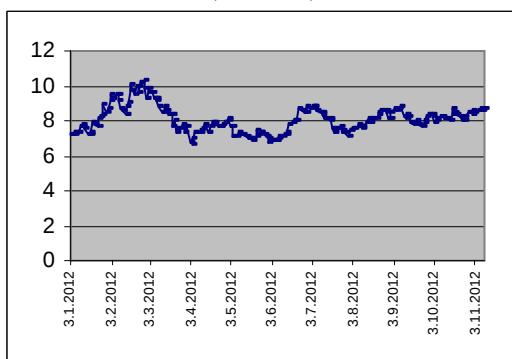
Výrobu elektřiny očekáváme v roce 2013 meziročně vyšší o zhruba 2,7 %, když by se mohla pohybovat kolem úrovně 72 000 GWh. Tento náš předpoklad se opírá především o zprovoznění nového paroplynového zdroje v Počeradech (o instalovaném výkonu 838 MW), kde v průběhu 3Q 2012 došlo k prvnímu

Graf č.4: Vývoj ceny elektřiny na Německé burze (roční kontrakt, baseload, v EUR/MWh)



zdroj: Bloomberg

Graf č.5: Vývoj ceny emisních povolenek (v EUR/t)



zdroj: Bloomberg

testování a ostré spuštění elektrárny se předpokládá ve druhé polovině příštího roku, dále o plný provoz větrného parku v Rumunsku o celkovém výkonu 600 MW. Zvýšenou produkci elektřiny očekáváme také od tuzemských jaderných zdrojů, kdy Dukovany by měly profitovat ze zvýšeného instalovaného výkonu a v Temelínu předpokládáme (za předpokladu absence neplánovaných odstávek) udržení výroby na vysokých úrovních kolem hranice 15 000 GWh.

Začátkem letošního srpna měl ČEZ na rok 2014 předprodáno 32 % plánované produkce ze svých zdrojů za průměrnou cenu 51,50 EUR/MWh. Začátkem letošního listopadu měla společnost předprodáno na rok 2014 celkem 48 % své produkce, nicméně již za průměrnou cenu mírně nad 50 EUR. Aktuálně nízké tržní ceny elektřiny tak srážejí průměrnou zajištěnou cenu na rok 2014 a pro nejbližší měsíce stále očekáváme tlak na její pokles.

Náš výhled ceny elektřiny, kterou bude ČEZ realizovat ze své produkce v roce 2014, je tak velmi opatrný, když očekáváme průměrnou zajištěnou cenu v rozmezí 49 – 50 EUR. Aktuální fundamenty podle našeho názoru momentálně nevytvářejí výraznější impulsy, které by podpořily cenu elektřiny výrazněji směrem vzhůru. Makroprostředí se v současnosti nevyvíjí příznivě a rovněž výhledy podléhají spíše negativním revizím. Ekonomika eurozóny se ponořuje do recese, když za celý letošní rok se očekává její pokles o 0,4 % a v roce 2013 výhledy spíše hovoří o stagnaci či velmi mírném růstu. Tuzemské hospodářství je rovněž v kontrakci, za rok 2012 by podle prognóz ČNB či MFČR mělo klesnout o zhruba 1 % a v následujícím roce je předpokládáno pouze mírné oživení. Nepříznivá makroekonomická situace sráží do záporných čísel průmyslovou výrobu jak v ČR, tak v evropských zemích. Klesající tuzemská průmyslová produkce nepodporuje spotřebu elektřiny, která v ČR aktuálně stagnuje a pro celý letošní rok její výši očekáváme zhruba na úrovni roku 2011, tedy v rozmezí 58 000 – 59 000 GWh. Ani z hlediska mikroekonomických faktorů, v podobě např. aktuálně nízkých cen uhlí na světových trzích či nízkých cen emisních povolenek, nevidíme podporu pro výraznější nárůst ceny silové elektřiny v horizontu jednoho roku. Trh s emisními povolenkami trpí především nadbytečnou nabídkou povolenek, což sráží jejich cenu dolů s negativním vlivem na ceny elektřiny. Nepříznivá situace na tomto trhu je řešena na půdě institucí EU s tím, že se uvažuje o stažení části emisních povolenek z obchodování a jejich přesunutí do budoucího období. Žádné konkrétní závěry a opatření však doposud přijaty nebyly. Domníváme se, že bez regulatorního zásahu ze strany EU se trh emisních povolenek a potažmo jejich ceny v průběhu příštího roku nezotaví. Slabý výhled makroekonomického prostředí sám o sobě nevytvoří dostatečný tlak na růst ceny emisních povolenek.

Tabulka č.8: Výhled dividendy na akcii (v Kč)

2012	2013	2014	2015	2016
44,0	46,0	45,0	47,0	48,0

zdroj: vlastní odhady

Námi očekávané ceny elektřiny pro rok 2014 podle našeho názoru nevytvoří prostor pro meziroční růsty tržeb a provozních zisků. V roce 2014 tak předpokládáme meziroční snížení výnosů o téměř 1 % na 223 mld. Kč a na zisku EBITDA a EBIT mírné meziroční poklesy o 0,5 %, resp. 1,4 % na úroveň 87,8 mld. Kč, resp. 58,7 mld. Kč. Námi očekávané poklesy ziskovosti by měly být tlumeny implementací výše zmíněných úsporných opatření s cílem co nejvíce zefektivnit provoz společnosti, dále předpokládanou meziročně rostoucí produkcí elektřiny a rovněž námi očekávanou dobrou výkonností na trhu se zemním plynem.

Dividendová politika

ČEZ je společností, která každoročně svým akcionářům vyplácí z čistého konsolidovaného zisku dividendu. V posledních letech, konkrétně od roku 2007, společnost vykazuje dividendový výplatní poměr v rozmezí 50 – 60 % z čistého konsolidovaného zisku, s tím, že od roku 2008 se tento poměr drží v horní části tohoto intervalu. Z čistého zisku za rok 2011 byla v letošním roce akcionářům vyplacena hrubá dividendy ve výši 45 Kč na akcii, což bylo meziročně o 10 % méně, i přesto, že výplatní poměr byl zvýšen o 2 procentní body na 59 %. Příčinou nižší dividendy byl meziroční pokles čistého zisku v roce 2011 o 13 % na 40,8 mld. Kč. Pro nejbližší roky očekáváme, i s ohledem na napjatou situaci ve státním rozpočtu, kdy stát jako majoritní vlastník společnosti bude podle našeho názoru vytvářet tlak na výplatu co nejvyšší dividendy, výplatní poměr na horní hranici intervalu, tedy kolem úrovně 58 – 59 %. Naše predikce předpokládá, že v rozmezí let 2012 - 2015 by se čisté zisky společnosti měly pohybovat v intervalu 40,2 – 42,8 mld. Kč, což by, za předpokladu námi očekávaného dividendového výplatního poměru, mělo indikovat dividendu mezi 44 až 47 Kč na akcii.

Ohodnocení společnosti

Na základě naší nové analýzy energetické společnosti ČEZ stanovujeme novou cílovou cenu (vnitřní hodnotu) tohoto akciového titulu na úroveň 780 Kč. Cílová cena se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. Zároveň stanovujeme nové investiční doporučení na stupni „akumulovat“. Cílovou cenu snižujeme z předchozí hladiny 930 Kč a investiční doporučení jsme ponížili o jeden stupeň z předchozího „koupit“. K novému ocenění společnosti ČEZ, tedy ke snížení cílové ceny a doporučení jsme se rozhodli přistoupit zejména z důvodu aktuálně relativně nízkých cen elektřiny na energetických burzách a momentální absence růstových impulsů pro jejich výraznější zvýšení v horizontu nejbližších měsíců. To nás vedlo ke snížení výhledu cen elektřiny ve srovnání s předchozí analýzou. Přesto se domníváme, že vzhledem k aktuální tržní ceně na úrovni 709 Kč, nabízí akcie ČEZ cca 10% zhodnocení. I přes aktuálně obtížnější situaci z hlediska tržních cen elektřiny, nahlížíme na společnost ČEZ jako na stabilní evropskou utilitu se silnou likvidní pozicí, relativně nízkou zadlužeností (podíl čistého dluhu na EBITDA se pohybuje kolem úrovně 2,0, přičemž konkurenční utility jako např. E.ON, Enel nebo Verbund vykazují tento ukazatel zadluženosti v rozmezí 3,0 – 4,0) a každoročně vyplácející dividendu s výplatním poměrem blížícím se 60 % čistého konsolidovaného zisku a dividendovým výnosem v rozmezí 5 – 6 %. Budoucí růst by podle našeho názoru měla společnost zajistit její strategie mít diverzifikované výrobní zdroje, investice do jejich výstavby a modernizace (projekty týkající se výstavby paroplynových zdrojů, modernizace uhelných elektráren, plánované rozšíření jaderné elektrárny Temelín), dále pak její investiční záměry a plány v oblasti obnovitelných zdrojů v Polsku či Rumunsku a rovněž předpokládané úspěšné působení na trhu se zemním plynem jak v ČR, tak na Slovensku.

Tabulka č.9: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
risk free rate (%)	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
market return (%)	8,55	8,55	8,55	8,55	8,55	8,55	8,55
beta	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
equity risk premium (%)	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11
cost of equity (%)	7,11	7,11	7,11	7,11	7,11	7,11	7,11
cost of debt (%)	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	3,69	3,69	3,69	3,69	3,69	3,69	3,69
equity weight	0,58	0,59	0,60	0,61	0,62	0,62	0,62
debt weight	0,42	0,41	0,40	0,39	0,38	0,38	0,38
WACC (%)	5,68	5,69	5,74	5,76	5,80	5,81	5,81

zdroj: vlastní výpočty a odhady, Bloomberg

Tabulka č.10: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	58,0	59,5	58,7	60,7	61,5	61,9	63,3
Tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPLAT	46,4	47,6	47,0	48,6	49,2	49,5	50,6
depreciation	27,2	28,7	29,1	29,3	30,3	31,1	31,5
change in WC	-2,3	2,7	-0,5	4,9	1,0	4,0	1,6
CAPEX	57,3	45,8	44,3	40,1	38,9	47,6	53,5
Cf to the firm	18,6	27,8	32,2	32,9	39,7	29,0	27,0
DCF	17,6	24,9	27,3	26,3	29,9	20,7	18,2
sum of the DCF	164,8						
terminal value	422,3						
net debt	170,7						
equity value	416,4						
number of equity (mil. ks)	534						
target price (CZK)	780						

zdroj: vlastní výpočty a odhady

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 v kombinaci s odhady uveřejňované agenturou Bloomberg. 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

	WACC				
pokračující růst	5,41%	5,61%	5,81%	6,01%	6,21%
1,1%	801	755	713	674	638
1,3%	840	790	745	703	665
1,5%	884	829	780	735	694
1,7%	932	872	818	769	725
1,9%	986	920	861	807	759

zdroj: vlastní odhady

SWOT analýza:

- **Silné stránky**

- Stabilní společnost s působností ve střední a jihovýchodní Evropě.
- Nízká míra zadlužení ve srovnání s ostatními evropskými energetickými společnostmi.
- Financování za relativně nízké úrokové sazby.
- Silná likvidní pozice.
- Vysoká provozní marže okolo 40 %.

- **Slabé stránky**

- Vliv státu (stát prostřednictvím MFČR vlastní téměř 70 % akcií společnosti)
- Velká organizační struktura a nižší flexibilita společnosti.
- Citlivost na kolísání tržních cen elektřiny na energetických burzách.

- **Příležitosti**

- Působení na trhu zemního plynu, kam ČEZ úspěšně vstoupil v roce 2010 a daří se mu postupně rozšiřovat zákaznickou základnu.
- Potenciál růstu cen elektřiny.
- Zvýšení podílu na teplárenském trhu akvizicí 100% podílu ve společnosti Energotrans.
- Plánovaná výstavba dvou bloků jaderné elektrárny Temelín, aktuálně probíhá proces výběru na dodavatele stavby.
- Development větrných projektů v Polsku (prostřednictvím akvizice společnosti Ecowind), plány dalších investic do obnovitelných zdrojů v Rumunsku, uvažuje se rovněž o projektech v Německu.

- **Hrozby**

- Nepříznivá situace v Albánii.
- Nevyřešené obchodní spory se společností Czech Coal ohledně budoucích dodávek uhlí zejména pro elektrárnu Počerady.
- Regulační opatření ze strany EU.
- Možné komplikace v souvislosti s dostavbou jaderné elektrárny Temelín.

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

Ing. Jan Raška
analytik
www.fio.cz
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 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 vývoj na trhu a jiné skutečnosti se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. 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 spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu 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 12. 11. 2012 má Fio banka, a.s. 10 platných investičních doporučení, z toho 1 na základě technické analýzy. Z celkového počtu je 3 doporučení koupit, 1 doporučení nákup-long, 3 doporučení držet a 3 doporučení akumulovat. 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