

Doporučení: Držet
Cílová cena: 558 Kč

2. 4. 2013

ČEZ

Doporučení: Držet
Cílová cena: 558 Kč
Předchozí doporučení: Akumulovat
Předchozí cílová cena: 780 Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

ČEZ, a.s.
Duhová 2/1444
Praha 4, 140 53
www.cez.cz

Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
Tržní kapitalizace: 320,6 mld. Kč
Závěrečná cena k 28.3.2013: 588,50 Kč
Roční maximum: 803 Kč
Roční minimum: 564 Kč
Zařazen v indexech: PX, BEUELEC, CETOP20...
Podíl v indexu PX: 20,9 %

Struktura akcionářů

Česká republika: 69,78 %
Free Float: 30,22 %
Koeficient beta oproti indexu PX: 0,78

Graf č.1: Roční vývoj kurzu akcií ČEZ



V naší nové analýze na energetickou společnost ČEZ stanovujeme novou cílovou cenu na tento akciový titul ve výši 558 Kč a rovněž nové investiční doporučení na stupni „držet“. Ve srovnání s předchozí analýzou jsme tak přistoupili jak ke snížení cílové ceny z hodnoty 780 Kč, tak ke snížení doporučení ze stupně „akumulovat“. Hlavním a zásadním faktorem, kvůli kterému jsme se rozhodli snížit cílovou cenu a investiční doporučení je klesající trend cen silové elektřiny, jenž je sice patrný již od druhé poloviny roku 2012, ale na počátku letošního roku se ještě více zvýraznil, když roční kontrakt silové elektřiny na německé burze se dostal blízko hranice 40 EUR/MWh. Takto nízké tržní ceny elektřiny (aktuálně se stabilizovaly do rozmezí 41 – 42 EUR) vnímáme jako největší riziko pro tržby a zisky ve střednědobém horizontu, když ČEZ za tyto ceny již předprodává svoji budoucí produkci. Přestože v horizontu dvou až tří let očekáváme poklesy ziskovosti z důvodu obtížných podmínek na energetickém trhu, stále hodnotíme ČEZ jako stabilní společnost se silnou likvidní pozicí, relativně nízkou zadlužeností (podíl čistého dluhu na EBITDA se pohybuje kolem úrovně 1,9, což se odráží v relativně nízkých nákladech na obsluhu dluhu) a každoročně vyplácející dividendu. I přes námi očekávaný pokles dividend v nejbližších dvou, třech letech stále předpokládáme ve vztahu k naší cílové ceně solidní dividendový výnos v rozmezí 6 – 8 %.

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 2012 tento segment realizoval provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 56,9 mld. Kč a na celkové EBITDA společnosti se podílel 67 %.

Tabulka č.1: Základní ukazatele

ČEZ	2010	2011	2012
Produkce elektřiny (GWh)	68 433	69 209	68 832
Instalovaný výkon (MW)	15 018	15 122	15 800
Výnosy (mil.Kč)	198 848	209 761	215 095
EBITDA (mil. Kč)	89 089	87 312	85 509
Čistý zisk (mil. Kč)	46 941	40 753	40 153
P/E	8,88	10,3	8,77
P/S	1,74	0,94	1,69
ROA (%)	8,76	7,13	6,71
ROE (%)	22,3	18,2	17,37

zdroj: ČEZ, Bloomberg

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

rok 2012	Výnosy ¹	EBITDA	EBIT
Výroba a obchod SE	68 224	56 924	40 814
podíl na celku	31,72%	66,57%	70,45%
Distribuce a prodej SE	101 010	17 604	14 019
podíl na celku	46,96%	20,59%	24,20%
Těžba SE	4 632	4 392	2 255
podíl na celku	2,15%	5,14%	3,89%
Ostatní SE	3 170	5 703	3 452
podíl na celku	1,47%	6,67%	5,96%
Výroba a obchod JVE	2 243	2 743	1 640
podíl na celku	1,04%	3,21%	2,83%
Distribuce a prodej JVE	35 799	-1 773	-4 101
podíl na celku	16,64%	-	-
Ostatní JVE	17	154	90
podíl na celku	0,01%	0,18%	0,16%
Celkem ²	215 095	85 509	57 931

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 70 %. V roce 2012 činily výnosy segmentu výroby a obchodu SE (očistěné o výnosy mezi segmenty) 68,2 mld. Kč a na celkových provozních výnosech ČEZu ve výši 215,1 mld. Kč se tak podílely 32 %. Segment distribuce a prodej SE v loňském roce realizoval tržby na úrovni 101 mld. Kč, což znamená 47% 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 činí zhruba 13 000 MW, což znamená cca 80% podíl na instalovaném výkonu celé společnosti a jejich produkce elektřiny dosahuje 64 035 GWh (64 TWh). ČEZ tak zhruba 90 % elektřiny vyrábí v tuzemsku. V ČR nejvíce elektřiny ČEZ vyrobí z uhlých elektráren, a to cca 50 %, následují jaderné elektrárny se zhruba 47% 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 32 840 GWh, což je 60% podíl na celkovém objemu distribuované elektřiny za celou Skupinu. Objem prodeje elektřiny koncovým zákazníkům za rok 2012 v tuzemsku činil 21 346 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 2012 22,8 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. Letos v lednu však ČEZ své podnikání v Albánii ukončil. Zhoršení regulatorního prostředí v této zemi v průběhu roku 2012 uvalilo albánskou distribuční divizi do ztrát. I přes snahy o dohodu s albánskými institucemi nakonec nedošlo k urovnání sporů, ČEZ v Albánii přišel o distribuční licenci a tamní distribuční divize byla v lednu vyřazena z konsolidačního celku Skupiny ČEZ.

Výsledky hospodaření za rok 2012, resp. 4Q 2012 – negativní vliv Albánie

Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za rok 2012

mld. Kč	2012	konsensus trhu*	2011	y/y
Výnosy	215,1	221,4	209,8	2,5%
EBITDA	85,5	85,2	87,3	-2,1%
EBIT	57,9	57,7	61,5	-5,9%
Čistý zisk	40,2	40,3	40,8	-1,5%
Zisk na akcii (Kč)	77,6	-	76,3	1,7%

*medián podle průzkumu agentury Reuters

ČEZ za poslední čtvrtletí loňského roku, resp. celý rok 2012 představil na úrovni provozních zisků a čistého zisku výsledky v souladu s očekáváním trhu. Management společnosti na počátku loňského listopadu kvůli nepříznivému vývoji v albánské distribuční divizi zrevidoval svůj výhled ziskovosti na rok 2012, když původní plány předpokládaly zisk EBITDA a čistý zisk na úrovni 87,9 mld. Kč, resp. 41 mld. Kč. Revize tyto hodnoty posunula směrem níže na 85 mld. Kč, resp. 40 mld. Kč. Nakonec společnost mírně překonala své cíle, když EBITDA za rok 2012 činila 85,5 mld. Kč a čistý zisk skončil na úrovni 40,2 mld. Kč.

Výnosy společnosti za loňský rok zaznamenaly meziroční růst o 2,5 % na 215,1 mld. Kč, když příznivý efekt sehrála mírně vyšší realizační cena elektřiny. Zatímco v roce 2011 ČEZ prodával elektřinu ze svých zdrojů v průměru za 52 EUR/MWh, tak dosažená realizační cena elektřiny v loňském roce byla na úrovni 52,50 EUR/MWh. ČEZu se tak díky své strategii zajišťování tržeb z výroby, v rámci které předprodává elektřinu na tři i více let dopředu, podařilo využít vyšších cen silové elektřiny na burzách v průběhu roku 2011, kdy cena, i díky jadernému neštěstí v japonské Fukušimě, atakovala hranici 60 EUR. Výsledkem pak bylo výše zmíněné 1% zvýšení realizační ceny s pozitivním dopadem do tržeb společnosti. Výnosy ČEZu byly dále podpořeny rekordní produkcí v jaderných elektrárnách Temelín a Dukovany, která u obou zdrojů překonala hranici 15 000 GWh. Konkrétně Temelín v roce 2012 navýšil produkci elektřiny o 10 % na 15 302 GWh a Dukovany vyprodukovaly 15 022 GWh, o 4,5 % y/y více.

Příznivý efekt do celoroční produkce elektřiny a tedy do výnosů a ziskovosti mělo rovněž dokončení větrného parku Fantanele a Cogecalac v Rumunsku. V průběhu loňského listopadu byly připojovány k síti poslední větrné turbíny, jejich počet tak dosahuje celkem 240 a s instalovaným výkonem 600 MW se jedná o největší pevninský větrný park v Evropě. Výroba elektřiny se tak z tohoto parku meziročně navýšila o 55 % na 1 000 GWh.

Co naopak celoroční produkci elektřiny brzdilo, a v konečném důsledku způsobilo její meziroční pokles (z úrovně 69 209 GWh za rok 2011 na 68 832 GWh za rok 2012), byla slabší výroba v tuzemských uhelných elektrárnách (-5 % y/y) na 31 100 GWh a nižší výroba v bulharské uhelné elektrárně Varna (-49 % y/y na 1 500 GWh). Produkce tuzemských uhelných elektráren byla sice podpořena nárůstem výroby z elektrárny Tušimice, která byla v průběhu

Tabulka č.4: Hospodářské výsledky za 4Q 2012

mld. Kč	4Q 2012	konsensus trhu	4Q 2011	y/y
Výnosy	52,6	58,9	59,2	-11,1%
EBITDA	20,8	20,5	24,9	-16,5%
EBIT	13,3	13,0	18,0	-26,1%
Čistý zisk	6,9	6,9	14,4	-52,1%
Zisk na akcii (Kč)	15,1	-	26,8	-43,7%

*medián podle průzkumu agentury Reuters

loňského roku uvedena do provozu po komplexní obnově, na druhou stranu tento pozitivní vliv byl více než vykompenzován poklesem výroby z elektrárny Pruněřov II, kde byla v září 2012 zahájena komplexní obnova tří bloků, která by měla trvat dva roky.

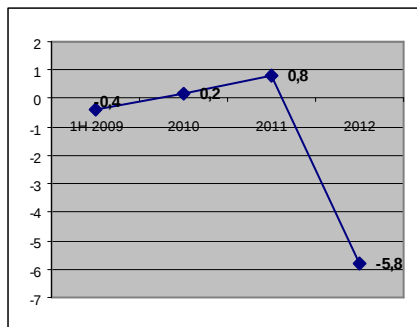
Započatá obnova Pruněřova byla jedna z hlavních příčin meziročního poklesu produkce elektřiny ve 4Q 2012 o 9,4 % na 17 509 GWh, což se pak negativně projevilo do poklesu výnosů za poslední kvartál loňského roku o 11,1 % na 52,6 mld. Kč.

Na provozních ziscích ČEZ jak za celý rok 2012, tak za 4Q 2012 realizoval meziroční poklesy. Za poslední kvartál 2012 byly poklesy výraznější právě kvůli výše zmíněným slabším výnosům a prohloubení ztráty v Albánii. Konkrétně zisk EBITDA klesl o 16,5 % y/y na 20,8 mld. Kč a EBIT se dostal níže o 26,1 % y/y na 13,3 mld. Kč. Za celý rok 2012 byly na provozních ziscích realizovány mírné poklesy, když EBITDA zaznamenal snížení o 2,1 % na 85,5 mld. Kč a EBIT meziročně korigoval o 5,9 % na úroveň 57,9 mld. Kč.

Provozní zisky negativně ovlivněny ztrátami v albánské distribuční divizi

Nepříznivá situace v Albánii měla nejvýraznější negativní dopad do loňských provozních zisků. Provozní ztráta EBITDA albánské distribuční divize ČEZ Shperndarje dosáhla v roce 2012 úrovně 5,8 mld. Kč, když ještě v roce 2011 byl dosažen EBITDA zisk 0,8 mld. Kč. Albánie tak meziročně snížila EBITDA ČEZu o 6,6 mld. Kč. Nebýt negativního vlivu Albánie, pak EBITDA zisk by za rok 2012 měl potenciál dosáhnout úrovně kolem 89 mld. Kč, tedy mírného nárůstu. V Albánii se však ČEZu nepodařilo dosáhnout dohody o narovnání regulatorních podmínek, které byly narušeny na konci roku 2011. Primární příčinou ztrátovosti albánské divize bylo rozhodnutí albánského energetického regulátora o 91% navýšení výkupních cen elektřiny. Toto navýšení však ČEZ Shperndarje neměl možnost promítnout do cen pro koncové zákazníky.

Nedosažení dohody s albánskými institucemi nakonec vedlo k tomu, že energetický regulátor koncem letošního ledna rozhodl o odebrání licence na distribuci a prodej elektřiny společnosti ČEZ Shperndarje. ČEZ tak tímto ztratil nad svou albánskou divizí kontrolu a podnikání v Albánii ukončil. Počátkem letošního února ČEZ učinil první kroky pro zahájení mezinárodní arbitráže, v rámci níž se bude domáhat náhrady škody. Aktuálně ještě běží šesti měsíční lhůta, v rámci níž se společnost s albánskými institucemi může dohodnout na náhradě škody, po jejím uplynutí lze pak očekávat mezinárodní arbitráž. Předpokládáme, že půjde o dlouhý soudní proces a v letošním roce tak neočekáváme žádné závěry z něho plynoucí. Co považujeme za důležitý fakt je to, že ČEZ, v reakci na odebrání albánské distribuční licence, letos v lednu vyřadil ČEZ Shperndarje z konsolidačního celku. Hospodaření ČEZ Shperndarje tak již v letošním roce nebude mít negativní dopad do výsledků celé společnosti, což hodnotíme pozitivně. Ztráty z Albánie jsou tak již započítané ve výsledcích za rok 2012. Nepříznivě naopak vnímáme skutečnost, že ČEZ pravděpodobně přišel o záruku Světové banky ve výši 60 mil. EUR (cca 1,5 mld. Kč), kterou si sjednal, když v roce 2008 vstupoval na albánský energetický trh. Záruka totiž může být čerpána pouze samotnou ČEZ Shperndarje. Nad ní již však, jak zmiňujeme výše, ČEZ nemá kontrolu a potenciální plnění ze záruky je tak podle našeho názoru pravděpodobně ztraceno.

Graf č.2: Vývoj EBITDA v Albánii (mld. Kč)


zdroj: ČEZ

ČEZ v roce 2008 za 76% podíl ve společnosti ČEZ Shperndarje zaplatil celkem 2,7 mld. Kč, dalších zhruba 2,3 mld. Kč v Albánii proinvestoval. ČEZ v Albánii od počátku svého podnikání dosahoval mírných provozních zisků, a to až do roku 2011. Poté však, jak uvádíme výše, přišel propad do provozní ztráty.

Ostatní faktory (jako např. růsty marží z prodeje elektřiny a zemního plynu, vyšší realizační ceny elektřiny nebo příznivý vývoj v segmentech výroby a distribuce v Rumunsku), které pozitivně ovlivnily provozní zisky, nestačily vykompenzovat negativní vliv Albánie.

Poklesy na provozní úrovni se nepříznivě projevíly do konečného výsledku hospodaření. Čistý zisk za rok 2012 dosáhl úrovně 40,2 mld. Kč a byl tak meziročně o 1,5 % nižší. Za 4Q 2012 společnost realizovala meziročně výraznější pokles čistého zisku, a to o 52,1 % na 6,9 mld. Kč, když se nepříznivě projevil zejména efekt Albánie (ve 4Q 2011 zde ČEZ ještě realizoval zisk EBITDA ve výši 0,3 mld. Kč oproti ztrátě 2 mld. Kč ve 4Q 2012) a rovněž negativní vliv plynoucí z přecenění opce MOL, což meziročně snížilo čistý zisk o 1,5 mld. Kč.

Výhled hospodaření na rok 2013

Dohoda o dodávkách uhlí s Czech Coal vylepší letošní hospodaření

V letošním roce očekáváme další poklesy na provozních ziscích. Management ČEZu na konci letošního února poskytl relativně konzervativní výhled ziskovosti na rok 2013, konkrétně predikuje 6% snížení EBITDA zisku na 80 mld. Kč, 12% pokles zisku EBIT na 51 mld. Kč a 8% snížení čistého zisku na 37 mld. Kč. Tento výhled však v sobě nezahrnuje, jak uvedl management společnosti na konci února, dohodu o dodávkách uhlí pro elektrárnu Počeradý mezi ČEZ a Czech Coal. Tato dohoda však byla, v souladu s očekáváním trhu, ve druhé polovině března uzavřena a měla by mít pro ČEZ pozitivní dopady do letošní ziskovosti. Jedná se o dlouhodobý kontrakt (konkrétně mezi společnostmi Vršanská uhelná ze skupiny Czech Coal a ČEZ), jenž zabezpečuje dodávky uhlí pro elektrárnu Počeradý až na 50 let, tedy až za rok 2060. Na základě tohoto kontraktu budou Počeradý od letošního roku z dolu Vršany odebírat 5 mil. tun uhlí ročně. Cena uhlí byla stanovena na úrovni 38,8 Kč za GJ (což je zhruba 427 Kč za tunu, uvažujeme-li výhřevnost uhlí cca 11 GJ na tunu) a je tak o zhruba 20 % výše oproti ceně, kterou ČEZ platil v loňském roce. ČEZ (resp. elektrárna Počeradý) by tak v letošním roce Czech Coalu měl zaplatit za dodávané uhlí zhruba 2,14 mld. Kč. Vzhledem k tomu, že na základě této smlouvy se odebírané množství uhlí snížilo z 8,5 mil. tun na výše zmíněných 5 mil. tun (samotná dodávka do Počerad by měla poklesnout o cca 1 mil. tun, když v roce 2012 tato elektrárna podle našeho odhadu od Czech Coal odebírala zhruba 6 mil tun uhlí), tak výše zmíněný 20% nárůst ceny by podle našeho očekávání měl být téměř vykompenzován poklesem odebíraného množství (loňská dodávka Czech Coalu do Počerad ve výši 6 mil. tun uhlí při ceně kolem 32 Kč/GJ implikuje loňské náklady na nákup uhlí na úrovni 2,11 mld. Kč).

Podepsaná smlouva na dodávky uhlí do Počerad má pozitivní dopad i z hlediska produkce této elektrárny. Pokud by se ČEZ nedohodl se společností Czech Coal na tomto dlouhodobém kontraktu, pak by ČEZ byl sice schopen do elektrárny Počeradý dodávat uhlí ze své dceřinné společnosti Severočeské doly, nicméně dodávky by podle našeho názoru

Tabulka č.5: Výhled hospodaření ČEZ

mld. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
Výnosy	213,4	204,5	198,7	197,3	200,0
EBITDA	82,6	78,8	76,7	76,7	78,1
EBIT	53,4	49,1	45,7	45,4	46,0
Čistý zisk	39,4	33,7	31,3	31,0	32,3

zdroj: vlastní odhady

Tabulka č.6: Výhled hospodaření ČEZ (předchozí prognóza)

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

* Smlouva o dodávkách uhlí dále obsahuje možnost prodeje elektrárny Počerady společnosti Czech Coal. První možnost prodeje je stanovena na rok 2016, druhým milníkem je rok 2024. Tato opce na prodej elektrárny tedy poskytuje ČEZu flexibilitu, ať už z pohledu rozhodnutí, zda do roku 2016 investovat do rozsáhlejší modernizace této elektrárny či nikoliv nebo z pohledu toho, zda v delším horizontu držet významnější uhelné zdroje či nedržet v případě, že se je v budoucnu nevyplatí provozovat. Možnost této flexibility tak hodnotíme pozitivně.

Kontrakt s Czech Coal dále obsahuje ujednání, že do roku 2023 se cena za uhlí bude postupně přibližovat na úroveň 65 % referenční ceny černého energetického uhlí ARA, jenž je obchodováno na evropských burzách.

Smlouva rovněž ČEZu zajišťuje po roce 2024 dodávky uhlí i pro případný nový zdroj v lokalitě Počerady, a to s trvalou výhodou ve výši 0,35 ceny uhlí ARA proti konkurenčním zdrojům v Německu a zároveň dává ČEZu možnost prodeje počeradské lokality v případě, že podmínky na energetickém trhu nebudou nakloněny výstavbě nových uhelných zdrojů.

nebyly dostatečné k tomu, aby elektrárna mohla ročně vyrábět cca 6 600 GWh elektřiny (tedy svojí obvyklou úroveň produkce). V případě, že by Severočeské doly dokázaly plně nahradit dodávky Czech Coalu, pak by zřejmě na druhé straně docházelo k omezení dodávek do ostatních uhelných zdrojů ČEZu a v konečném důsledku by roční produkce tuzemských uhelných elektráren poklesla.

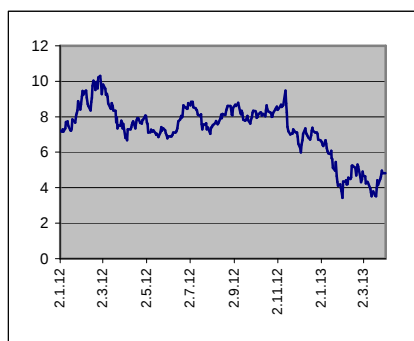
Díky uzavření kontraktu s Czech Coal tyto úvahy odpadají. Hodnotíme pozitivně, že ČEZu smlouva zajišťuje dlouhodobou stabilitu dodávek pro nejvytíženější a rentabilní elektrárnu (vytíženost - tzv. load factor - Počerady se pohybuje kolem 75 %, pro srovnání vytíženost uhelné elektrárny Chvaletice je na úrovni 41 %). Očekáváme tedy, že letošní produkce elektrárny Počerady se bude pohybovat na obdobné úrovni jako v roce 2012 (cca 6 600 GWh). V návaznosti na to nepředpokládáme tak výrazný letošní pokles produkce tuzemských uhelných zdrojů jako zveřejnil ČEZ ve svém výhledu z konce února (očekává letos 18% meziroční pokles na 25 500 GWh, ve výhledu společnosti, jak uvádíme výše, však ještě nebyla zahrnuta smlouva s Czech Coal). Naše očekávání jsou nastavena na úrovni kolem 28 000 GWh, tedy přeci jen předpokládáme určitý pokles z loňské úrovně 31 100 GWh, když uhelné portfolio ČEZu již letos nebude obsahovat elektrárnu Chvaletice, kterou ČEZ v březnu prodal společnosti Litvínovská uhelná. Očekáváme, že celková výroba společnosti za rok 2013 bude zhruba stagnovat na loňské úrovni ve výši 68 800 GWh. Bez dohody s Czech Coal by se však pravděpodobně pohybovala kolem hladiny 66 000 GWh. Tato dohoda tak bude mít pozitivní dopad do letošní produkce elektřiny, potažmo do výnosů ČEZu. Jak uvádíme výše, výraznější negativní dopad tohoto kontraktu do letošních provozních nákladů neočekáváme, což implikuje pozitivní vliv do EBITDA. Podle vyjádření managementu ČEZu by kontrakt s Czech Coal měl letos přinést pozitivní efekt do EBITDA zisku v rozmezí 1,5 – 2 mld. Kč.

Tento odhad samotné společnosti hodnotíme jako reálný, a tak prognózujeme pro letošní rok EBITDA na úrovni 82,6 mld. Kč, meziročně nižší o 3,4 %. Provozní zisk EBIT letos očekáváme meziročně nižší o 7,9 % na hladině 53,4 mld. Kč. Vyšší očekávané tempo poklesu zisku EBIT oproti EBITDA by mělo být podle našeho očekávání dáno meziročním zvýšením odpisů (odhadujeme nárůst o cca 6 % na úroveň kolem 29 mld. Kč). Rostoucí odpisy reflektují investiční program společnosti, když do letošních odpisů by se měly projevovat loňské investice (jako např. dokončení obnovy uhelné elektrárny Tušimice, stavba paroplynové elektrárny v Počeradech, výstavba nového uhelného zdroje v Ledvicích či dokončování větrného parku v Rumunsku). Loňské investiční výdaje (CAPEX) činily 51,1 mld. Kč, pro letošní rok společnost očekává CAPEX kolem úrovně 50 mld. Kč. Očekáváme, že kromě klasických CAPEXů na údržbu výrobních zdrojů by v letošním roce v segmentu výroba měly většinu investičních výdajů tvořit výdaje na komplexní obnovu tří bloků uhelné elektrárny Pruněřov II, jenž byla zahájena na podzim roku 2012 a měla by trvat dva roky. Očekávané CAPEX na tuto obnovu jsou na úrovni 25 mld. Kč.

Meziročně nižší realizační cena elektřiny negativně ovlivní EBITDA

Společnost ČEZ má na rok 2013, díky svému systému zajišťování tržeb z výroby, předprodánu téměř veškerou svojí produkci elektřiny za cenu kolem 51,50 EUR/MWh, což je meziroční pokles o 1 EUR z loňské úrovně 52,50 EUR/MWh.

Graf č.3: Vývoj ceny emisních povolenek (v EUR/t)



zdroj: Bloomberg

Odhadujeme, že tento 2% meziroční pokles realizační ceny bude mít negativní dopad do letošního EBITDA zisku ve výši zhruba 1,5 mld. Kč. Zajištěnou průměrnou prodejní cenu ve výši 51,50 EUR však v kontextu klesajícího trendu cen silové elektřiny (kdy ještě v srpnu 2012 se roční kontrakt silové elektřiny na německé burze obchodoval kolem hladiny 50 EUR/MWh, zatímco v současnosti se cena pohybuje v rozmezí 41 – 42 EUR) hodnotíme pozitivně. Společnost tak díky tomuto hedgingu dokázala profitovat z relativně vysokých cen z roku 2011 a částečně i z roku 2012 a zajišťuje si tímto relativní stabilitu svého hospodaření.

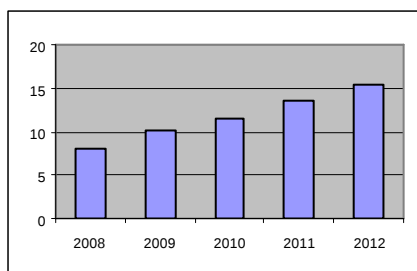
Pozitivní dopad prodeje elektrárny Chvaletice do letošního čistého zisku

Námi očekávané meziroční poklesy na provozních ziscích v roce 2013 by se měly projevit i do snížení čistého zisku. Nicméně odhadovaný pokles na čistém zisku by mohl být nižší než u provozních zisků, a to z důvodu prodeje uhelné elektrárny Chvaletice společnosti Litvínovská uhelná, ke kterému došlo letos v březnu. ČEZ prodal tuto elektrárnu (instalovaný výkon 800 MW), do jejíž modernizace již neměl v plánu dále investovat, za cenu 4,12 mld. Kč. K této ceně navíc ČEZ každoročně získá 90 % z tržní ceny emisních povolenek přidělovaných zdarma této elektrárně (ČR, resp. tuzemské energetické společnosti, tedy včetně ČEZ, budou v letech 2013 – 2019 stále dostávat část emisních povolenek zdarma). Konkrétně se jedná za dané období o 5,3 mil. ks povolenek. Při tržní ceně povolenek, jenž se aktuálně pohybuje v rozmezí 4,50 – 5 EUR za emisi 1 tuny CO₂, by celková cena za povolenky aktuálně činila zhruba 613 – 681 mil. Kč.

Prodej chvaletické elektrárny se všeobecně očekával, vyplýval z dohody o narovnání s Evropskou komisí, v rámci které se ČEZ zavázal prodat jeden ze svých uhelných zdrojů (konkrétně Počerady, Dětmárovice, Chvaletice nebo Tisovou spolu s Mělníkem 3). Postupně vše směřovalo k prodeji Chvaletic, když Počerady logicky zůstaly v portfoliu ČEZu díky novému kontraktu s Czech Coal, Dětmárovice díky upravené dohodě o narovnání byly z navrženého výběru vyjmuty a na Tisovou s Mělníkem 3 ČEZ nedostal adekvátní nabídky. Ačkoliv Evropská komise doposud nevydala oficiální stanovisko, očekáváme, že na základě tohoto prodeje dojde k dostatečnému posílení konkurence na trhu a že komise tak tímto ukončí šetření vůči ČEZu. Prodejní cenu za Chvaletice hodnotíme neutrálně, o zhruba takovéto ceně se již na trhu dříve spekulovalo. Příznivě vnímáme dodatek k ceně v podobě 90 % tržní ceny emisních povolenek.

Podle vyjádření managementu ČEZu by prodej Chvaletic mohl přispět do letošního čistého zisku cca 2 mld. Kč. Náš odhad čistého zisku na rok 2013 činí 39,4 mld. Kč, předpokládáme tak mírný meziroční pokles o 1,8 %. Společnost rovněž oznámila, že nadále uvažuje i o prodeji černouhelné elektrárny Dětmárovice, a to bez ohledu na dohodu o narovnání s Evropskou komisí. Dlouhodobou strategií ČEZu je významněji investovat jen do takových uhelných elektráren, pro které má společnost zajištěný dostatek uhlí z vlastních zdrojů (tedy ze Severočeských dolů). Mezi takovéto stěžejní uhelné zdroje, se kterými ČEZ počítá ve své dlouhodobé strategii, patří zejména Ledvice, Tušimice a Prunéřov. Podle našeho názoru je tak prodej Dětmárovic (jenž odebírají cca 1 mil. tun uhlí ročně od těžební firmy NWR) pravděpodobný, a to buď již v letošním nebo příštím roce. ČEZ již na konci loňského listopadu obdržel na elektrárnu Dětmárovice tři nabídky (konkrétně od společností Energetický a průmyslový holding, BXR (což je majoritní

Graf č.4: Kumulovaná EBITDA v Bulharsku (mld. Kč)



zdroj: ČEZ. Jedná se o kumulovaný EBITDA zisk jak za segment výroba a obchod, tak za segment distribuce a prodej v Bulharsku.

Tabulka č.7: EBITDA v Bulharsku za jednotlivé segmenty

EBITDA (mld. Kč)	2011	2012
distribuce a prodej	1,1	1,5
výroba a obchod	1,1	0,1

zdroj: ČEZ

vlastník NWR) a Gascontrol). Vzhledem k tomu, že Dětmárovice jsou relativně zastaralou elektrárnou s nižší vytížeností (okolo 35 %) a nízkou marží, tak očekáváme, že případná prodejní cena bude nižší než cena realizovaná za Chvaletice. V případě, že by se prodej Dětmárovic uskutečnil již v letošním roce, pak by se čistý zisk ČEZu mohl podle našeho odhadu přiblížit úrovni 40 mld. Kč.

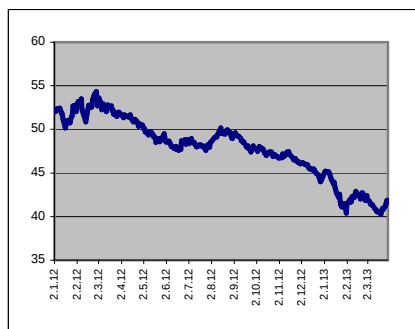
Hlavním rizikem pro letošní hospodaření – situace v Bulharsku

Za hlavní riziko predikce letošních výsledků hospodaření ČEZu považujeme situaci v bulharské distribuční a prodejní divizi (ČEZ Razpredelenie a ČEZ Elektro). ČEZ v Bulharsku čelí ztrátě licence na distribuci a prodej elektřiny. Občanské nepokoje kvůli vysokým cenám elektřiny a obecně neutěšené hospodářské situaci v zemi vedly bulharské instituce k zahájení šetření všech tří distributorů elektřiny (tedy nejen ČEZu, ale rovněž distribučních divizí rakouské EVN a tuzemské společnosti Energo-Pro). Konkrétně bulharský energetický regulátor DKEVR koncem února zahájil proces odebrání licence společností ČEZ Razpredelenie a ČEZ Elektro a zároveň bulharská prokuratura započala vyšetřování v těchto společnostech. Energetický regulátor by měl rozhodnout o odebrání či neodebrání licence 16. dubna. Výsledek lze nyní těžko odhadovat, nicméně podle dostupných informací se nedomníváme, že by se bulharská distribuční divize ČEZu dopouštěla takových pochybení, jenž by měla vést k odebrání licence. ČEZ ve své bulharské distribuční a prodejní divizi v roce 2012 realizoval zisk EBITDA ve výši 1,5 mld. Kč, což je 1,8% podíl na EBITDA celé společnosti. Případné odebrání licence a ukončení distribuční a prodejní činnosti v Bulharsku by tak nemělo mít zásadní dopad do provozní ziskovosti ČEZu. Odhadujeme však, že v případě naplnění negativního scénáře (tedy odejmutí licence) by ČEZ musel přistoupit k odpisu bulharských aktiv. Vzhledem k tomu, že hodnota vlastního kapitálu společnosti ČEZ Razpredelenie a ČEZ Elektro se pohybuje na úrovni 7,3 mld. Kč, resp. 0,9 mld. Kč (údaje za rok 2011, čísla za rok 2012 společnost doposud nezveřejnila, ale předpokládáme obdobné úrovně) a ČEZ v těchto dceřinných firmách drží 67% podíl, tak odhadujeme, že hodnota odpisu, jenž by se negativně projevila do čisté ziskovosti, by mohla činit kolem 5 mld. Kč. Při takovéto nepříznivé konstelaci by se pak letošní čistý zisk společnosti mohl pohybovat mezi 35 – 36 mld. Kč.

Výhled na další období – hlavní riziko budoucích zisků – nízké ceny silové elektřiny

Ve střednědobém výhledu očekáváme tlak na tržby a zisky společnosti, a to zejména z důvodu předpokládaného klesajícího trendu cen silové elektřiny, resp. cen elektřiny, za které ČEZ předprodává svojí produkci. Společnost ČEZ v segmentu výroba a obchod realizuje zhruba 65 - 70 % svého provozního zisku EBITDA a z toho důvodu je její hospodaření poměrně silně ovlivněno vývojem cen silové elektřiny. Zatímco pro letošní rok si společnost ještě dokázala (díky předprodejům) zajistit realizační cenu elektřiny kolem úrovně 51,50 EUR/MWh, tak určitý zlom vidíme od roku 2014, kdy už se do tržeb a zisků ČEZu začnou projevovat současné nízké tržní ceny elektřiny. ČEZ měl v polovině letošního února na rok 2014 předprodáno 54 % své výroby za cenu 49,50 EUR.

Graf č.5: Vývoj ceny elektřiny na německé burze
(roční kontrakt, baseload, v EUR/MWh)



zdroj: Bloomberg

Tabulka č.8:
Výhled realizační ceny elektřiny
(EUR/MWh, baseload)

2013	2014	2015	2016
51,50	46,00	42,60	41,50

zdroj: vlastní odhady

Z kraje letošního roku se však cena silové elektřiny na německé burze dostala na nejnižší úroveň od počátku roku 2009 k hranici mírně nad 40 EUR (roční kontrakt – na rok 2014). Od této úrovně se cena jen mírně posunula na současných 41 – 42 EUR. Společnost tak již aktuálně předprodává na budoucí roky za tyto nízké ceny. Za předpokladu, že se v nejbližších měsících tržní ceny elektřiny výrazněji neodrazí od stávajících úrovní, což momentálně neočekáváme (vzhledem ke stále slabým makroekonomickým podmínkám jak v tuzemské ekonomice, tak v eurozóně a rovněž vzhledem k nízkým cenám emisních povolenek, jenž se pohybují na historických minimech), tak prognózujeme, že ČEZ si na rok 2014 zajistí průměrnou realizační cenu elektřiny ze své výroby na úrovni kolem 46 EUR/MWh. Takováto realizační cena podle našeho odhadu implikuje za rok 2014 cca 4% meziroční pokles výnosů na úroveň kolem 204,5 mld. Kč a meziroční snížení provozního zisku EBITDA, resp. EBIT o 4,6 % na 78,8 mld. Kč, resp. 8 % na 49,1 mld. Kč. Na úrovni čistého zisku tak za rok 2014, v návaznosti na slabší provozní úroveň, predikujeme meziroční pokles o 14,6 % na 33,7 mld. Kč.

Na roky 2015 a 2016 měla společnost v polovině února předprodáno 31 %, resp. 10 % elektřiny ze své výroby za průměrnou realizační cenu kolem 46 EUR. Odhadujeme, že aktuálně by ČEZ na tyto roky již mohl mít prodáno cca 36 %, resp. 16 % elektřiny. Aktuálně nízké tržní ceny elektřiny podle našeho odhadu budou v průběhu letošního roku dále srážet průměrné zajištěné ceny na roky 2015 a 2016. Predikujeme tak, že průměrná realizační cena na rok 2015 by mohla dosáhnout úrovní kolem 42,60 EUR (ve srovnání s rokem 2014 níže o 7,4 %). Na rok 2016 prozatím odhadujeme další meziroční snížení o cca 2,6 % na 41,50 EUR, nicméně vzhledem k tomu, že ČEZ má zatím na tento rok předprodáný relativně nízký objem produkce, tak zde existuje určitý prostor k potenciálně vyšší realizační ceně, za předpokladu oživení na trhu s elektřinou. Výraznější oživení tržních cen elektřiny však, jak uvádíme výše, v průběhu letošního roku neočekáváme a tudíž předpokládáme, že i na rok 2016 bude společnost prozatím předprodávat za aktuální nízké ceny.

Střednědobý výhled ziskovosti tak, zejména z pohledu očekávaného negativního vývoje realizačních cen silové elektřiny, prozatím nevyznívá příliš optimisticky. Odhadujeme, že výnosy společnosti se v letech 2015 a 2016 budou pohybovat kolem hladiny 200 mld. Kč a provozní zisky EBITDA a EBIT v rozmezí 76 – 77 mld. Kč, resp. 45 – 46 mld. Kč. Čistý zisk by se v tomto období mohl zastabilizovat kolem úrovní 31 – 32 mld. Kč.

Oproti naší původní prognóze z loňského roku jsme tak zkorigovali směrem dolů predikci cen, za které si ČEZ zajišťuje svojí budoucí produkci elektřiny. K tomu nás vedl výraznější (a do značné míry neočekávaný) propad tržních cen elektřiny z počátku letošního roku. Klesající trend cen silové elektřiny je patrný již od srpna 2012 a v naší původní prognóze jsme díky tomu počítali s určitým poklesem realizační ceny na rok 2014, a to na úroveň 49,80 EUR. Propad ročního kontraktu k 41 - 42 EUR/MWh nás však vedl v této nové analýze k pesimističtější prognóze zajištěné ceny na rok 2014 (o 7,6 % oproti původnímu odhadu, a to na výše uvedených 46 EUR). V návaznosti na to jsme pak upravili směrem dolů prognózu cen elektřiny na roky 2015 a 2016, a to v průměru o 18 %.

Oproti naší loňské prognóze o něco snižujeme rovněž výhled produkce elektřiny, a to hlavně z důvodu očekávané revize investic v Rumunsku, kde podle původních plánů měl ČEZ v plánu postavit dalších 1000 MW větrných elektráren a rozšířit tak svůj stávající 600 MW větrný park.

Díky nejisté budoucí podpoře obnovitelných zdrojů v Rumunsku (tamní vládní představitelé nyní uvažují o určité formě snížení podpory obnovitelných zdrojů, zatím však nebyly zveřejněny konkrétní změny. Prozatím ani není jasné, u jakých zdrojů by se podpora snižovala, zda by se to týkalo i větrných elektráren nebo jen solárních a vodních, a není zatím zřejmé, zda by se snížení podpory týkalo i stávajících projektů nebo jen projektů nových) tak ČEZ v současnosti neplánuje další výstavbu větrných elektráren v této zemi. V naší nové prognóze tak již nepočítáme s tím, že by společnost do roku 2016 instalovala na obnovitelných zdrojích v zahraničí celkem 3000 MW. Bude to tak, podle našeho odhadu, minimálně o výše zmíněných 1000 MW méně. Podle vyjádření managementu společnosti se ČEZ ohledně další výstavby větrných parků bude soustředit primárně na polský trh, kde na konci roku 2011 získal 67% podíl v polském developerovi větrných projektů Eco-Wind Construction a v roce 2012 tento majetkový podíl zvýšil na 75 %. Ve střednědobém výhledu (2014 – 2016) tak počítáme s úrovní produkce elektřiny v rozmezí 69 000 – 71 000 GWh (průměrný roční přírůstek cca 1 %) a ve srovnání s naší původní prognózou je to v průměru o 5 % níže. Nižší než původně předpokládaný výhled produkce má tak negativní dopad do výnosů a ziskovosti společnosti. Na druhou stranu v naší nové prognóze počítáme i s určitou korekcí provozních nákladů (námi očekávaná nižší výroba elektřiny oproti původní prognóze s sebou přináší i pokles provozních nákladů). Dále do naší predikce zahrnujeme rovněž snahu samotné společnosti reagovat úsporou nákladů ve formě efektivnějšího uspořádání podpůrných procesů a servisních činností na aktuálně obtížné tržní podmínky (ČEZ chce tímto ušetřit cca 0,5 mld. Kč ročně). Pro období 2014 – 2016 tak odhadujeme průměrný roční pokles provozních nákladů o cca 1,7 %.

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. Představenstvo společnosti doposud nenavrhlo dividendu z loňského čistého zisku (návrh očekáváme v průběhu letošního dubna). Za předpokladu obdobného dividendového výplatního poměru jako v předchozím roce (byl ve výši 59 %) bychom hrubou dividendu z čistého zisku roku 2012 očekávali na úrovni 44 Kč (snížení o 1 Kč z loňských 45 Kč). Pro další období prognózujeme tlak na pokles dividend z důvodu očekávaných nižších čistých zisků. Dividenda vyplacená v příštím roce ze zisku roku 2013 by ještě mohla být na obdobné úrovni jako námi očekávaná letošní. Její výši tak odhadujeme kolem hladiny 43 Kč na akcii, za předpokladu dividendového výplatního poměru blíže 60% hranici. Na druhou stranu pokud se naplní negativní scénář v bulharské distribuční divizi, pak takovou výši dividendy lze těžko očekávat. Od roku 2014 již očekáváme výraznější dopad klesajících cen silové elektřiny do ziskovosti ČEZu, předpokládáme proto i pokles dividend, a to pod hranici 40 Kč. Z čistého zisku roku 2014 tak očekáváme dividendu kolem úrovně 37 Kč na akcii, v dalším roce její velikost odhadujeme mezi 34 – 35 Kč. Pokud by však dividendový výplatní poměr spadl do rozmezí 50 – 55 %, pak je nutno v tomto období počítat s dividendou o 2 – 5 Kč nižší.

**Tabulka č.9: Výhled dividendy na akcii
(v Kč)**

2012	2013	2014	2015	2016
44,0	43,0	37,0	35,0	34,0

zdroj: vlastní odhady

Ohodnocení společnosti

Na základě naší nové analýzy energetické společnosti ČEZ stanovujeme novou cílovou cenu (vnitřní hodnotu) tohoto akciového titulu na úroveň 558 Kč. Cílová cena se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. Zároveň stanovujeme nové investiční doporučení na stupni „držet“. Cílovou cenu snižujeme z předchozí hladiny 780 Kč a investiční doporučení jsme ponížili z předchozího „akumulovat“. Hlavním a zásadním faktorem, kvůli kterému jsme přistoupili ke snížení cílové ceny a investičního doporučení je klesající trend cen silové elektřiny, jenž je sice patrný již od druhé poloviny roku 2012, ale na počátku letošního roku se ještě více zvýraznil, když roční kontrakt silové elektřiny na německé burze se dostal blízko hranice 40 EUR/MWh (na nejnižší úroveň od počátku roku 2009). Takto nízké tržní ceny elektřiny (aktuálně se stabilizovaly do rozmezí 41 – 42 EUR) vnímáme jako největší riziko pro tržby a zisky ve střednědobém horizontu, když ČEZ za tyto ceny již předprodává svoji budoucí produkci. Přestože v horizontu dvou až tří let očekáváme poklesy ziskovosti z důvodu obtížných podmínek na energetickém trhu, stále hodnotíme ČEZ jako stabilní společnost se silnou likvidní pozicí, relativně nízkou zadlužeností (podíl čistého dluhu na EBITDA se pohybuje kolem úrovně 1,9, což se odráží v relativně nízkých nákladech na obsluhu dluhu. Konkurenční utility jako např. E.ON, RWE, GDF Suez nebo Verbund vykazují tento ukazatel zadluženosti v rozmezí 3,0 – 4,0.) a každoročně vyplácející dividendu. I přes námi očekávaný pokles dividend v nejbližších dvou, třech letech stále předpokládáme ve vztahu k naší cílové ceně solidní dividendový výnos v rozmezí 6 – 8 %.

Tabulka č.10: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
risk free rate (%)	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
expected market return (%)	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
equity risk premium (%)	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
cost of debt (%)	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
cost of debt after tax (%)	3,69	3,69	3,69	3,69	3,69	3,69
equity weight	0,59	0,60	0,61	0,62	0,62	0,62
debt weight	0,41	0,40	0,39	0,38	0,38	0,38
WACC (%)	5,69	5,74	5,76	5,80	5,81	5,81

zdroj: vlastní výpočty a odhady, Bloomberg

Tabulka č.11: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	53,4	49,1	45,7	45,4	46,0	46,5
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	42,7	39,3	36,6	36,3	36,8	37,2
depreciation	29,2	29,7	31,0	31,3	32,2	32,5
change in WC	-1,0	-0,7	-3,3	10,9	2,7	-1,5
CAPEX	50,2	49,3	33,3	32,2	42,5	49,4
Cf to the firm	22,7	20,4	37,5	24,6	23,8	21,8
DCF	20,3	17,2	29,9	18,5	17,0	14,7
sum of the DCF	117,7					
terminal value	341,4					
net debt	161,0					
equity value	298,1					
number of equity (mil. ks)	534					
target price (CZK)	558					

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 premie 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.12: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

	WACC				
pokračující růst	5,41%	5,61%	5,81%	6,01%	6,21%
1,1%	575	534	504	473	444
1,3%	607	567	530	496	465
1,5%	643	598	558	523	489
1,7%	682	633	589	550	514
1,9%	725	671	624	580	542

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 výnosů a provozních zisků na tržní ceny 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 tendr na dodavatele stavby.
- Development větrných projektů v Polsku (prostřednictvím akvizice společnosti Eco-Wind Construction)

- **Hrozby**

- Nepříznivá situace v Bulharsku. Hrozba odebrání licence na distribuci elektřiny.
- Možná změna schématu podpory obnovitelných zdrojů v Rumunsku.
- 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
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 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 (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 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 zájmů 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 2.4.2013 má Fio banka, a.s. 9 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 1 doporučení koupit, 5 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