

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 516 Kč

ČEZ	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	516 Kč
Předchozí doporučení (30.3.2016):	Držet
Předchozí cílová cena (30.3.2016):	419 Kč
Datum vydání:	18.11.2016

Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
Tržní kapitalizace: 223,8 mld. Kč
Závěrečná cena k 16.11.2016: 416 Kč
Roční maximum: 476,7 Kč
Roční minimum: 365 Kč
Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP
Podíl v indexu PX: 18,9 %
Koeficient beta oproti indexu PX: 1,06

Struktura akcionářů

Česká republika: 69,78 %
Free float: 30,22 %

Roční vývoj ceny akcie ČEZ



V naší nové analýze na společnost ČEZ **zvyšujeme cílovou cenu ze 419 Kč na 516 Kč a zároveň přistupujeme ke zvýšení investičního doporučení ze stupně „držet“ na „koupit“**. Vzhledem k aktuální tržní ceně tak podle našich odhadů **akcie ČEZ nabízí cca 23% růstový potenciál**. Cílovou cenu vztahující se k 12měsíčnímu investičnímu horizontu **zvyšujeme na pozadí příznivého trendu ve vývoji tržních cen elektřiny**, které se od únorových minim kolem 20 EUR/MWh postupně posouvaly až přes hranici 30 EUR. Ačkoliv vnímáme krátkodobá rizika, zejména potenciál dalšího růstu cen uhlí je podle našeho názoru v příštích měsících omezený, což může v kratším horizontu znamenat určitou korekci tržních cen elektřiny z nedávných několikaměsíčních maxim, tak dlouhodobější faktory v podobě postupného odstavení německých jaderných elektráren, nejisté budoucnosti německých uhelných elektráren či reformy trhu s emisními povolenkami v podobě vzniku tržní stabilizační rezervy, by měly ceny elektřiny podporovat a vytvářet protiváhu negativním vlivům. **Ve srovnání s naší předchozí analýzou tak navyšujeme predikci cen silové elektřiny**, za které bude ČEZ v období 2017 – 2020 prodávat ze svých zdrojů, **v průměru o 19 % na 29,5 – 31,4 EUR**. Na základě toho pak zvyšujeme **výhled EBITDA pro roky 2017 - 2020 v průměru o 11 % na 57 – 58 mld. Kč a výhled očištěného čistého zisku v průměru o 39 % na úroveň kolem 16 mld. Kč**. I přesto, že v příštím roce již nepočítáme s dividendou ve výši 40 Kč, tak stále **nahlížíme na akcie ČEZ jako na atraktivní dividendový titul**. Zachování současného cca 80% výplatního poměru indikuje dividendu v roce 2017 na úrovni 27 Kč na akcii, což při současné tržní ceně akcie kolem 416 Kč stále znamená velmi solidní 6,5% dividendový výnos. Domníváme se však, že likvidní pozice ČEZu je stále natolik příznivá, že může dojít k úpravě dividendového schématu, např. **k navýšení výplatního poměru ke sto procentům**, což by indikovalo **dividendu v příštím roce poblíž 34 Kč a atraktivní 8% dividendový výnos**.

Představení společnosti

Skupina ČEZ je energetickým koncernem, jehož hlavním předmětem podnikání je výroba, obchod a distribuce elektrické a tepelné energie, obchod a prodej zemního plynu a rovněž těžba uhlí. Mateřskou společností celé Skupiny je ČEZ, a. s., jehož hlavním akcionářem je prostřednictvím Ministerstva financí Česká republika s podílem na základním kapitálu téměř 70 %. Skupina (společnost) provádí svoji podnikatelskou činnost jak na území České republiky, která je jejím hlavním trhem, tak v zahraničí. Mezi hlavní zahraniční trhy, ve kterých ČEZ vlastní energetická aktiva, patří Polsko, Bulharsko, Rumunsko a Turecko. Podnikání společnosti je rozděleno do segmentů výroba a obchod, distribuce a prodej, těžba a ostatní. Segmenty jsou dále rozděleny do dvou oblastí, a to střední Evropa (SE) a jihovýchodní Evropa (JVE). Segmenty výroba a obchod SE a distribuce a prodej SE jsou nejvýznamnějšími segmenty společnosti. Z hlediska ziskovosti je nejdůležitějším segmentem výroba a obchod SE, když v roce 2015 tento segment realizoval provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 30,9 mld. Kč a na celkové EBITDA společnosti se podílel 47 %.

Tabulka č.1: Základní ukazatele

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

zdroj: ČEZ, Bloomberg; *očištěný čistý zisk

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

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

zdroj: ČEZ, ¹výnosy bez výnosů mezi segmenty,

²Údaje v řádku celkem jsou konsolidované

V roce 2015 činily výnosy segmentu výroba a obchod SE (očištěné o výnosy mezi segmenty) 56,3 mld. Kč a na celkových provozních výnosech ČEZu ve výši 210,2 mld. Kč se tak podílely 27 %. Segment distribuce a prodej SE v loňském roce realizoval tržby na úrovni 108,1 mld. Kč, což znamená 50% podíl na celkových výnosech společnosti a je tak z hlediska objemu výnosů největším segmentem. Výkonnost všech segmentů za loňský rok a podíly jejich základních finančních ukazatelů na celkovém výsledku hospodaření společnosti shrnuje tabulka č.2.

Česká republika

V České republice společnost ČEZ disponuje širokým portfoliem výrobních zdrojů, zejména jadernými, uhelnými, vodními, fotovoltaickými a větrnými elektrárnami a dále teplárnami. Instalovaný výkon těchto tuzemských zdrojů činí cca 13 500 MW, což znamená zhruba 85% podíl na instalovaném výkonu celé společnosti a jejich roční produkce se pohybuje blízko 57 000 GWh (57 TWh). ČEZ tak zhruba 90 % elektřiny vyrábí v tuzemsku. Nejvíce elektřiny ČEZ vyrobí z jaderných (loni 47% podíl na celkové tuzemské produkci elektřiny) a uhelných elektrárn (rovněž 47 %). Zbýlých 5 - 6 % připadá na obnovitelné zdroje (voda, fotovoltaika, vítr, biomasa) a zemní plyn. ČEZ v ČR v loňském roce svým zákazníkům distribuoval (zprostředkoval) elektřinu v objemu 33 310 GWh, což je 68% podíl na celkovém objemu distribuované elektřiny za celou Skupinu. Objem tuzemského prodeje elektřiny koncovým zákazníkům za rok 2015 činil 19 833 GWh a na celkových prodejkách společnosti se tak ČR podílí z 52 %.

Společnost rovněž od roku 2010 aktivně působí na trhu se zemním plynem, když nejprve začala prodávat plyn velkoodběratelům a středním odběratelům. Od druhé poloviny roku 2010 svojí nabídku rozšířila i na maloodběratele a domácnosti. V segmentu prodeje zemního plynu se ČEZu daří, zákaznická základna se od vstupu na trh neustále rozšiřuje a společnost je největším alternativním dodavatelem plynu v ČR (cca 5,7% podíl na trhu). Na podzim roku 2013 ČEZ vstoupil na tuzemský telekomunikační trh jako virtuální mobilní operátor. Společnost eviduje cca 85 tis. zákazníků. Vstup na mobilní trh hodnotíme jako doplňkový (marginální) byznys s příspěvkem do celoročních tržeb, resp. EBITDA v řádu stovek milionů korun.

Dále se společnost ČEZ věnuje v ČR těžbě a prodeji hnědého uhlí, a to prostřednictvím své dceřiné společnosti Severočeské doly. Těžba probíhá v Dolech Nástup Tušimice a Dolech Bílina. Produkce, resp. odbyt uhlí činil v roce 2015 21 mil. tun, přičemž zhruba 73 % produkce směřuje hnědouhelným elektrárnám v rámci Skupiny a zbylých 27 % se prodává externím zákazníkům.

Zahraníčí

Zahraníční expanze byla započata v lednu 2005, kdy společnost ČEZ převzala majoritní podíly ve třech bulharských distribučních společnostech (později byly tyto firmy spojeny do jedné společnosti CEZ Razpredelenie). Na podzim téhož roku ČEZ uspěl v privatizačním tendru na koupi majoritního podílu v největší rumunské distribuční společnosti Electrica Oltenia. V roce 2006 společnost rozšířila své zahraniční portfolio o tři výrobní zdroje, konkrétně o polské černouhelné elektrárny Elcho a Skawina a bulharskou

černouhelnou elektrárnu Varna (provoz této elektrárny však byl od začátku roku 2015 pozastaven, když elektrárna již nesplňuje evropské ekologické limity; ČEZ se v roce 2014 nedohodl s bulharskou státní firmou BEH na financování modernizace této elektrárny, proto rozhodnutí ČEZu o pozastavení provozu). O rok později se mezi akvizice zařadilo partnerství s maďarskou ropnou a plynárenskou společností MOL, v rámci něhož probíhaly aktivity na Slovensku a Maďarsku zaměřené mimo jiné na projekty výstavby plynových elektráren. Aktuálně jsou však tyto projekty zejména z důvodu nižších tržních cen elektřiny pozastaveny. V roce 2008 ČEZ vstoupil do projektu výstavby největšího pevninského evropského větrného parku v Rumunsku (od konce roku 2012 je větrný park v plném provozu), v témže roce společnost vstoupila na turecký energetický trh a rovněž zvítězila v privatizačním tendru na distribuční společnost v Albánii. V lednu 2013 však ČEZ své podnikání v Albánii ukončil. Zhoršení regulatorního prostředí v této zemi v průběhu roku 2012 uvalilo albánskou distribuční divizi do ztrát. V důsledku sporů s albánskými institucemi ČEZ přišel o distribuční licenci a následně v lednu 2013 byla tamní distribuční divize vyřazena z konsolidačního celku Skupiny ČEZ. Spory s Albánií však byly v červnu 2014 ukončeny dohodou o narovnání, na základě které ČEZ postupně dostává ve splátkách celkem cca 2,6 mld. Kč.

Výsledky hospodaření za 3Q 2016

Společnost ČEZ ve třetím letošním čtvrtletí vykázala meziroční pokles výnosů o 3,8 % na 46,2 mld. Kč, což bylo téměř v souladu s našimi odhady i s odhady trhu, které byly posazeny blízko 45 mld. Kč. Na poklesu výnosů se podle předpokladů nejvíce podílely meziročně nižší prodejní ceny silové elektřiny (loni ČEZ prodával ze svých výrobních zdrojů za cca 39 EUR/MWh, zatímco na letošek si zajistil podle našich odhadů cenu ve výši zhruba 34,2 EUR/MWh). Celkem výrazné nasazení paroplynové elektrárny Počerady, která ve 3Q 2016 vyrobila 629 GWh (přičemž běžná letní kvartální produkce tohoto zdroje se povětšinou pohybovala kolem 100 GWh) naproti tomu podle našeho názoru výnosy podpořila a přičinila se, že výnosy nakonec dosáhly výše uvedených 46 mld. Kč oproti námi odhadovaným 45 mld. Kč. ČEZ tak zřejmě využil nárůstu cen elektřiny z posledních měsíců a více komerčně využil tento paroplynový zdroj. Díky výrazně navýšené produkci z paroplynové elektrárny Počerady tak celková výroba ve 3Q 2016 činila 13344 GWh (naš odhad 12700 GWh) a byla jen nepatrně meziročně nižší (-0,5 %).

Na úrovni provozního zisku EBITDA společnost rovněž výrazněji nepřekvapila, když vykázala meziroční pokles o 17,1 % na 10,7 mld. Kč, zatímco náš odhad činil 10,3 mld. Kč a průměrný odhad analytiků byl posazen blízko 11 mld. Kč. V souladu s naším očekáváním se na snížení EBITDA nejvíce podílel tuzemský segment výroby, a to prostřednictvím meziročně nižších cen silové elektřiny (negativní vliv -1,1 mld. Kč), výrazného cca 22% meziročního propadu produkce z jaderných elektráren (nárůst méně profitabilní výroby z tuzemských uhelných elektráren a z paroplynu Počerady pokles produkce z jádra nevykompenzoval, proto celkový negativní vliv výroby elektřiny do EBITDA činil 0,3 mld. Kč) a meziročně vyšších nákladů na emisní povolenky (-0,4 mld. Kč).

Podle předpokladů se ve 3Q 2016 příznivě vyvíjela provozní ziskovost rumunských větrných parků Fantanele a Cogeaalac, která meziročně vzrostla

Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 3Q 2016

mld. Kč	3Q 2016	konsensus trhu*	3Q 2015	y/y
Výnosy	46,2	45,56	48,0	-3,8%
EBITDA	10,2	11,14	12,9	-17,1%
EBIT	3,6	3,62	5,7	-36,8%
Čistý zisk	1,9	1,66	3,2	-40,6%
Zisk na akcii (Kč)	3,6	-	6,0	-40,0%

zdroj: ČEZ, *průměr podle průzkumu společnosti ČEZ; pozn.: čistý zisk, zisk na akcii a EBIT jsou očištěné o mimořádné vlivy

Nová legislativa zahluje do nejistoty projekty větrných elektráren v Polsku

o 0,2 mld. Kč na 0,3 mld. Kč pod vlivem zvýšeného přidělu zelených certifikátů. Stagnující úroveň EBITDA (0,4 mld. Kč) v souladu s očekáváním vykazala bulharská distribuce. Mírně lepší provozní ziskovosti vykázal rumunský distribuční a prodejní segment, kde jsme prognózovali vlivem nižších distribučních tarifů meziroční pokles o 0,2 mld. Kč na 0,5 mld. Kč, zatímco ČEZ zaznamenal stagnaci a zřejmě se tak projeví úspory na provozních nákladech. Naopak s růstem nákladovosti vlivem rozvojových aktivit se společnost potýkala v tuzemském segmentu prodej, kde oproti našim odhadům vykazala meziroční pokles EBITDA o 0,3 mld. Kč. Na druhou stranu tuzemský distribuční segment v souladu s očekáváním zaznamenal mírný meziroční nárůst provozní ziskovosti (o 0,1 mld. Kč na 3,8 mld. Kč) vlivem rostoucího objemu distribuované elektřiny. V celkovém kontextu tyto výše uvedené menší segmenty svým hospodařením výrazně nepřekvapily.

V rámci výsledků za 3Q 2016 se probírala i situace v Polsku ohledně potenciální výstavby větrných elektráren, jenž spadá pod 100 % vlastněnou dceřinou firmu Ecowind. ČEZ oznámil, že do EBITDA zaúčtoval opravné položky k projektům Ecowindu v hodnotě 0,4 mld. Kč (do čistého zisku za 3Q 2016 negativní dopad ve výši 0,3 mld. Kč, do očištěného čistého zisku, jenž je základnou pro výplatu dividendy, se však tento necashový náklad nezahrnuje), a to v souvislosti s aktuálním vývojem polské legislativy, která znevýhodňuje výstavbu nových větrných parků.

ČEZ měl původně v Polsku relativně smělé plány ohledně výstavby větrných elektráren čítající zhruba 700 MW instalované kapacity. Menší část projektů v řádu desítek MW již získala pravomocné rozhodnutí EIA, resp. stavební povolení. Nepříznivý vývoj legislativy však přináší nejistoty a de facto dochází k pozastavení projektů a je nyní obtížné odhadovat, v jakém objemu a zda vůbec dojde k nějaké výstavbě větrníků. Hodnotu projektů Ecowindu ČEZ odhaduje na cca 1,2 mld. Kč, aktuálně tak ČEZ odepisuje 0,4 mld. Kč. Podle slov managementu se nová legislativa netýká projektů, jenž již získaly stavební povolení. Management tak nepředpokládá, že by byla odepsána celá hodnota projektů. Podle našeho názoru v budoucnu nelze vyloučit další oprávký, pokud si ČEZ vyhodnotí, že další projekty jsou vzhledem k nové legislativě neprofitabilní. Nicméně vzhledem k celkové hodnotě projektů ve výši 1,2 mld. Kč by se nejednalo o tak výrazné odpisy, násobně nižší ve srovnání s opravnými položkami, které ČEZ v průběhu posledních let zaúčtoval např. k rumunským větrným parkům a bulharské distribuci (např. v roce 2014 to bylo 7,3 mld. Kč a v roce 2015 3,7 mld. Kč).

Provozní zisk EBIT dosáhl ve 3Q 2016 úrovně 3,6 mld. Kč (-36,8 % ve srovnání s loňským očištěným EBIT) a byl vyšší, než jsme předpokládali, a to z toho z důvodu, že ČEZ prozatím nezačal odepisovat tři komplexně zmodernizované bloky Prunéřova (management následně sdělil, že Prunéřov začne odepisovat až od 4Q 2016). Odpisy majetku tak ve 3Q 2016 dosahovaly běžných 7,1 mld. Kč a nikoliv 7,8 – 7,9 mld. Kč, jak jsme původně odhadovali. Tento vliv se pak projevil i do očištěného čistého zisku, jenž dosáhl úrovně 1,9 mld. Kč, zatímco náš odhad činil 0,5 mld. Kč.

Podruhé snížen letošní výhled EBITDA

Již podruhé v průběhu letošního roku management ČEZu přistoupil ke snížení výhledu provozního zisku EBITDA. První korekce přišla v srpnu, a to z úrovně 60 mld. Kč na 58 mld. Kč, druhá byla oznámena v listopadu, kdy

ČEZ po výsledcích za 3Q 2016 podruhé snížil výhled letošní EBITDA, a to z 58 mld. Kč na 56 mld. Kč. Výhled očištěného čistého zisku ale ponechán na 18 mld. Kč.

došlo ke snížení o další 2 mld. Kč na 56 mld. Kč. Stěžejními důvody dvojnásobného snížení EBITDA byly neustávající problémy s prodlouženými odstávkami na jaderných elektrárnách. Již v srpnu byl kvůli nim snížen letošní výhled produkce z jádra z 28,7 TWh (28700 GWh) na 26,4 TWh. Od srpna však ČEZ oznamoval další prodloužení odstávek, konkrétně na Temelíně, kvůli technickým problémům s turbínou a kontrolou svarů. To znamenalo neplánovanou ztrátu na výrobě ve výši cca 2 TWh a ČEZ tak následně v listopadu snížil výhled na 24,4 TWh, potažmo i výhled EBITDA na výše uvedených 56 mld. Kč. To jsme hodnotili jako mírné zklamání, když jsme očekávali menší korekci k úrovni 57 mld. Kč.

ČEZ tak zaznamená již druhý rok po sobě výrazné ztráty z neplánovaných odstávek na jaderných elektrárnách. Jestliže v loňském roce oproti plánu vyrobil o cca 4,9 TWh méně elektřiny z jádra a byla z toho dle vyjádření managementu ztráta do ziskovosti kolem 2,5 mld. Kč, tak pro letošní rok to vypadá, že oproti plánu ČEZ z jádra vyrobí o cca 5,6 TWh méně, což podle našich odhadů indikuje ztrátu do letošní provozní ziskovosti v rozmezí 3 – 3,5 mld. Kč. Management hovoří o ztrátě poblíž 3 mld. Kč.

Navzdory dvakrát sníženému výhledu EBITDA, prognóza očištěného čistého zisku zůstala nezměněna. Management společnosti nadále předpokládá, že letošní očištěný čistý zisk dosáhne úrovně 18 mld. Kč. Očekávaný nárůst odpisů a nákladových úroků spojený se zařazením nových, resp. komplexně zmodernizovaných uhelných bloků v Ledvicích, resp. Prunéřově do majetku zřejmě letos nakonec nebude tak výrazný, jak bylo původně managementem předpokládáno, což umožnilo ponechat výhled čisté ziskovosti beze změny. Komerční rozjezd nové elektrárny v Ledvicích byl totiž letos, zejména kvůli problémům s kotlem, opět odložen (nový termín je tentokrát stanoven na začátek roku 2017) a tři zmodernizované bloky Prunéřova se začnou odepisovat až ve 4Q 2016.

Růstová korekce na cenách elektřiny – hlavní důvod zvýšení prognózy hospodaření a cílové ceny

Po prudkém pádu z konce roku 2015 a začátku roku letošního, kdy tržní ceny elektřiny na německé burze atakovaly historická minima (jednoletý kontrakt klesal až k 21 EUR/MWh, dvouletý pak k 20 EUR), se ceny začaly postupně odrážet směrem vzhůru.

Hlavním faktorem, který pozitivně ovlivňoval ceny elektřiny, byly rostoucí ceny černého energetického uhlí. Ty byly v průběhu posledních pěti let v klesajícím trendu, který vrcholil letos v únoru, kdy se světové ceny dostaly na zhruba desetiletá minima. Poté se však ceny uhlí začaly výrazněji zotavovat, např. benchmarkový roční kontrakt pro západoevropský trh (tzv. uhlí ARA) se z únorových minim kolem 36 USD/t vyšplhal až na cca 77 USD/t, tedy v průběhu letošního roku vzrostl více než dvojnásobně a atakoval tak zhruba dvouletá maxima. Hlavní příčinu letošního výrazného nárůstu cen energetického uhlí hledejme v Asii, zejména v Číně. Čína v jarních měsících začala, z důvodu přebytečných kapacit, regulatorně omezovat produkci uhlí (čínské produkční kapacity poklesly o 10 %). Toto omezení pak následně vedlo k nárůstu čínských importů (+30 % y/y), navyšovaly se dodávky australského uhlí (Austrálie je klíčovým čínským dodavatelem) a to tlačilo globální ceny uhlí vzhůru.

Růst světových cen černého energetického uhlí hlavním impulsem pro letošní zotavování cen elektřiny

Do cen elektřiny promluvil i vliv počasí a neplánované odstávky jaderných elektráren ve Francii

Oproti předchozí prognóze zvyšujeme výhled realizačních cen elektřiny pro roky 2018 - 2020 o 21 – 26 %

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

rok	2017	2018	2019	2020
cena	31,0	29,5	29,7	31,4

zdroj: odhady Fio

Tabulka č.5: Předchozí výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh)

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

zdroj: odhady Fio

Dalším impulsem pro ceny uhlí bylo počasí. Zejména letní mimořádné monzuny v Indii způsobily v této zemi, která je největším světovým importérem uhlí, výpadky produkce, což vedlo k výraznějšímu navýšení indických dovozů. Obavy ze záplav panují také v Austrálii, což v posledních týdnech a měsících rovněž vytváří na globálním trhu s uhlím nervozitu a tlak na růst cen. Do souhrnu vlivů, které v posledních týdnech podporovaly ceny elektřiny, je potřeba zařadit také neočekávaně silné výpadky produkce z francouzských jaderných elektráren způsobené prodlouženými odstávkami. Podzimní odstávky zhruba dvou desítek francouzských reaktorů (celkem jich Francie provozuje 58), které probíhají z důvodu bezpečnostních obav o odolnost některých komponent, vedly ke skokovým nárůstům spotových cen elektřiny a roční a delší kontrakty na německé burze to podpořilo o zhruba dvě eura.

Zejména díky výše uvedeným faktorům se tak tržní ceny silové elektřiny na celé své forwardové křivce v posledních zhruba sedmi měsících odrazily z výše uvedených historických minim 20 – 21 EUR k úrovním 29 - 30 EUR/MWh. Nejbližší, roční kontrakt, tedy na rok 2017, se pak, i kvůli krátkodobým vlivům v podobě odstávek jaderných reaktorů ve Francii, přehoupl přes 30 EUR na hladinu 34 – 35 EUR. Roční kontrakt se tak aktuálně dostává na nejvyšší úroveň od konce roku 2014, delší kontrakty jsou pak nejvýše od srpna loňského roku.

Tato poměrně výrazná růstová korekce na cenách elektřiny nás vedla k navýšení prognózy realizačních cen, za které bude ČEZ v příštích letech prodávat elektřinu ze svých výrobních zdrojů. Aktuálně tak posunujeme naši projekci pro období 2018 – 2020 výše o 21 – 26 % na úroveň 29,5 – 31,4 EUR/MWh. Pro příští rok navýšujeme odhad z 28,2 EUR na 31 EUR. Na příští rok má ČEZ předprodáno již 91 % elektřiny z většiny svých zdrojů za cenu 31 EUR a tato cena by tedy již neměla doznat výraznějších změn.

Jak zmiňujeme výše, růst tržních cen elektřiny byl od únorových minim relativně výrazný. V posledním měsíci tento nárůst ještě zintenzivnil, když kontrakt na rok 2017 prudce vzrostl o 4 – 5 EUR na výše zmíněných 34 – 35 EUR a delší kontrakty, např. na rok 2018 o 2 – 3 EUR na 30 – 31 EUR. Toto zvýšení z poslední doby je podle našeho názoru způsobeno zejména krátkodobými faktory v podobě výše zmíněných prodloužených odstávek jaderných elektráren ve Francii či obavami z nepříznivého počasí na jižní polokouli, což by mohlo ohrozit např. dodávky australského uhlí na světové trhy. Francouzská výroba z jádra by se měla postupem času (dle našeho názoru nejpozději počátkem roku 2017) vracet do normálu, pesimistické meteorologické předpovědi nakonec nemusí být stoprocentně naplněny. Otazníky vyvolává i to, zda situace v Číně týkající se omezení těžby je v horizontu příštích šesti až dvanácti měsíců udržitelná. V posledních týdnech z Číny přicházejí zprávy, že současné ceny uhlí jsou pro tamní ocelárny již příliš vysoké. Na některých dočasně uzavřených dolech se tak již začíná obnovovat těžba a zdá se, že nabídka uhlí na čínském trhu by se v průběhu roku 2017 mohla opětovně začínat zvedat. Očekáváme, že výpadky produkce se budou, po letních záplavách, postupně obnovovat také v Indii, což by mělo tlumit importy uhlí do této země. Růstový potenciál světových cen energetického uhlí je tak podle našeho názoru pro následující měsíce omezený, spíše vidíme rizika, která by mohla vytvářet negativní tlak na cenu. Krátkodobě tak nevylučujeme tlak na tržní ceny elektřiny, tedy návrat ročního kontraktu k 30 EUR a delších kontraktů k úrovním 27 – 28 EUR/MWh.

Ze střednědobého pohledu však stále vnímáme faktory, které by naopak měly ceny elektřiny podporovat. Je to především postupné odstavování německých jaderných elektráren (v současnosti je v provozu osm elektráren o instalovaném výkonu cca 10000 MW, které by mělo probíhat do roku 2022 a mělo by podle našeho názoru gradovat v letech 2019 – 2022. Dále pak výraznější reforma trhu s emisními povolenkami v podobě vzniku tržní stabilizační rezervy od roku 2019, což by mělo napomoci ke snížení přebytku povolenek na trhu, podporovat jejich ceny a potažmo i ceny elektřiny. Rovněž je třeba reflektovat nejistou budoucnost německých uhelných elektráren, když německá energetická politika má tendence v budoucnu preferovat čisté zdroje energie. Protiváhou výše uvedených podpůrných faktorů pro budoucí vývoj cen elektřiny je a nadále bude pokračující rozvoj obnovitelných zdrojů energie v Německu, který by měl naopak na ceny vytvářet negativní tlak. Stále se však domníváme, že výše zmíněné faktory, které by měly podle našeho názoru ve střednědobém horizontu ceny elektřiny podporovat, alespoň mírně převáží nad negativními vlivy.

Po zvážení všech výše uvedených krátkodobých a dlouhodobějších vlivů se nedomníváme, že by se ceny elektřiny, za které bude ČEZ v příštích letech prodávat, měly nějak výrazně přehoupnout přes hranici 30 EUR/MWh a aktuálně tak spíše konzervativně předpokládáme, že se budou pohybovat poblíž 30 EUR. I tak je však naše zvýšení prognózy realizačních cen poměrně výrazné (jak ukazují tab. č.4 a č.5) a posouvá výhled hospodaření ČEZu výše.

Výhled hospodaření

Tabulka č.6: Výhled hospodaření

mld. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
Výnosy	197,8	195,2	191,8	192,7	197,8
EBITDA	56,0	57,6	56,9	57,7	58,3
EBIT	27,0	25,8	25,1	25,8	26,5
Čistý zisk	18,0	16,0	15,7	16,1	16,5

zdroj: odhady Fio; pozn.: čistý zisk a EBIT jsou očištěné o mimořádné vlivy

Tabulka č.7: Předchozí výhled zisků

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

zdroj: odhady Fio; pozn.: čistý zisk a EBIT jsou očištěné o mimořádné vlivy

Zvýšený výhled realizačních (prodejních) cen elektřiny tak indikuje provozní zisk EBITDA v letech 2017 - 2020 kolem úrovní 57 – 58 mld. Kč a očištěný čistý zisk blízko 16 mld. Kč. Ve srovnání s předchozí analýzou je to navýšení výhledu EBITDA, resp. očištěného čistého zisku v průměru o 11 %, resp. 39 %, když původní odhady byly posazeny do rozmezí 50 – 54 mld. Kč, resp. 10 – 13 mld. Kč.

Po letošních opětovných velkých problémech s prodlouženými odstávkami na jaderných elektrárnách, což nakonec pravděpodobně srazí EBITDA zisk k úrovním poblíž 56 mld. Kč, by v příštím roce mohla přijít stabilizace. Provozní ziskovost bude sice nadále negativně srážena meziročně nižšími realizačními cenami elektřiny, když očekáváme pokles z 34,2 EUR na výše zmíněných 31 EUR/MWh, na druhou stranu počítáme s meziročně vyšší výrobou.

Meziroční pokles realizačních cen elektřiny by měl být v roce 2017 do značné míry vyvažován vyšší výrobou z jádra a uhelných elektráren

V roce 2017 očekáváme příjem cca 1,2 mld. Kč ze soudního sporu se SŽDC

EBITDA v roce 2017 zhruba meziročně stabilní, na úrovni očištěného čistého zisku však vlivem vyšších odpisů a nákladových úroků očekáváme pokles z 18 mld. Kč na cca 16 mld. Kč

ČEZ i v příštím roce počítá s prodlouženým režimem odstávek na Temelíně a zejména na Dukovanech, když budou jednak pokračovat další kontroly svarů a jednak bude probíhat licenční proces u elektrárny Dukovany, který sám o sobě znamená detailnější kontroly a tedy delší odstávky. Licence na provoz v příštím roce končí 2., 3. a 4. bloku Dukovan (1. blok získal licenci na dobu neurčitou v letošním roce). Konkrétně 2. bloku končí licence v červenci 2017 a zbylým dvěma blokům pak na konci příštího roku. Nepředpokládáme komplikace a očekáváme, že tyto jaderné bloky obdrží licenci na další dlouhodobý provoz.

Systém REMIT, prostřednictvím kterého ČEZ zveřejňuje plán odstávek, aktuálně napovídá, že délka odstávek by neměla být tak výrazná jako v roce letošním. Zdá se, že rok 2016 bude extrémně slabý, kdy očekávaná výroba z jádra na úrovni 24,4 TWh je ještě o 9 % níže, než byl podprůměrný rok 2015. My na základě plánu odstávek predikujeme, že výroba z jádra by v roce 2017 mohla dosáhnout alespoň 27 TWh. I když je tato úroveň stále vzhledem k potenciálu podprůměrná, když ČEZ je za normálních okolností schopen ročně vyrábět z jádra 30 – 32 TWh, tak námi očekávaný meziroční nárůst produkce z jádra o cca 2,6 TWh by mohl znamenat příspěvek do EBITDA kolem 1,5 mld. Kč.

Dále v našich výhledech očekáváme přírůstek produkce z uhelných elektráren. Předpokládáme totiž, že již (po několikaletých průtazích) začátkem roku 2017 bude komerčně zprovozněna nová uhelná elektrárna Ledvice o výkonu 660 MW. Výrobu by dále měla posílit uhelná elektrárna Pruněřov, jejíž tři komplexně zmodernizované bloky začaly naplno vyrábět od července 2016. Po letošní očekávané výrobě z tuzemských uhelných elektráren ve výši kolem 28,4 TWh tak pro příští rok predikujeme její zvýšení k hladině 30 – 30,5 TWh. Nové Ledvice jsou podle našich odhadů schopné vyprodukovat do celoroční EBITDA kolem 1,5 mld. Kč, v kombinaci s celoročním příspěvkem Pruněřova by tak výroba z tuzemského uhlí mohla podle našich odhadů přispět do provozní ziskovosti minimálně 2 mld. Kč.

V roce 2017 tak očekáváme, že celková produkce elektřiny vzroste o cca 7,4 % y/y na úroveň 65 – 66 TWh a měla by tedy do značné míry vyvažovat pokles prodejní ceny silové elektřiny.

Pozitivní dopad do výsledků očekáváme i ze strany rozhodnutí soudu ohledně sporu se Správnou železniční dopravní cestou (SŽDC) o objednanou, ale neodebranou elektřinu za rok 2011. Stejný spor týkající se roku 2010 již ČEZ vyhrál v roce 2015, kdy SŽDC musel zaplatit 1 mld. Kč. Byl tak vytvořen precedens a management ČEZu věřil ve stejné rozhodnutí. To přišlo v polovině listopadu, kdy soud rozhodl v prvoinstančním řízení ve prospěch ČEZu. SŽDC tak bude muset zaplatit cca 1,2 mld. Kč. Vzhledem k tomu, že rozhodnutí ještě není pravomocné, očekáváme tento mimořádný příjem v roce 2017.

EBITDA by se tak v příštím roce nemusela výrazněji lišit od té letošní, odhadujeme ji kolem úrovně 57,6 mld. Kč, mírně meziroční vyšší o 2,9 %.

Naproti tomu u očištěného čistého zisku prognózuje v příštím roce pokles o zhruba 11 % y/y na hladinu 16 mld. Kč, když negativní vliv očekáváme ze strany vyšších odpisů a vyšších nákladových úroků. Nárůst těchto položek by měl souviset jak s předpokládaným komerčním náběhem nových Ledvic, tak s již do majetku zařazenými zmodernizovanými bloky Pruněřova, které

Od roku 2018 by výroba z jádra měla opět dosahovat optimálních parametrů a měla by tak být výrazným stabilizačním prvkem hospodaření ve střednědobém horizontu

Dividenda 40 Kč na akcii v příštím roce zřejmě těžko udržitelná. Letošní očekávaný očištěný čistý zisk 18 mld. Kč a výplatní poměr 80 % indikují dividendu v roce 2017 na úrovni 27 Kč.

Tabulka č.8: Výhled dividend 2017 – 2020: 80% dividendový výplatní poměr

2017	2018	2019	2020
27	24	24	24

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

začnou být odepisovány až do 4Q 2016. Odpisy by tak podle našich odhadů měly v příštím roce stoupnout z úrovně 29 - 30 mld. Kč na cca 32 mld. Kč a s obdobnou hladinou odpisů počítáme i pro střednědobý horizont. Se zařazením výše uvedených uhelných bloků do majetku dále souvisí i pokles kapitalizovaných úroků a tedy navýšení nákladových úroků, které by se tak v příštím roce i dalších letech mohly přibližovat k hranici 4 mld. Kč, když letos je očekáváme v rozmezí 2,7 – 3 mld. Kč.

Podle slov managementu by se již od roku 2018 měly odstávky na jaderných elektrárnách dostat opět do stabilního, běžného módu, což indikuje, že roční výroba z jádra by mohla dosahovat úrovní 30 – 31 TWh (potenciál vidíme až k 32 TWh) a měla by se tedy opět stát pilířem celkové produkce elektřiny a významným přispěvatelem do ziskovosti společnosti (výroba z jaderných elektráren je pro ČEZ velmi rentabilní, což umožňují nízké provozní náklady, jenž se pohybují kolem 14 EUR/MWh, bez odpisů pak v rozmezí 8 – 10 EUR/MWh). Od roku 2018 tak celkovou produkci elektřiny odhadujeme blízko 68 TWh, což by i při mírnějším vychýlení prodejních cen elektřiny pod hranici 30 EUR/MWh, se kterým v naší predikci počítáme, mělo držet ve střednědobém horizontu provozní zisky EBITDA poblíž 57 – 58 mld. Kč a čistou ziskovost kolem 16 mld. Kč.

Dividendová politika – téma pro začátek příštího roku

Nastavení dividendové politiky bude podle našeho názoru tématem pro první měsíce roku 2017. ČEZ, i přes klesající čistou ziskovost, v posledních čtyřech letech držel dividendu na úrovni 40 Kč na akcii. Pomáhaly mu k tomu jak nižší investiční výdaje (CAPEX), tak i mimořádné vlivy z loňského roku v podobě vratky darovací daně z emisních povolenek ve výši 3,8 mld. Kč a příjem 1 mld. Kč z vyhraného soudního sporu se SŽDC. Likvidní pozice tak byla natolik příznivá, že dovolovala společnosti vyplácet stabilní dividendu. V letošním roce však očištěný čistý zisk pravděpodobně poklesne, i kvůli absenci výše zmíněných loňských mimořádných příjmů, z úrovně 27,7 mld. Kč na cca 18 mld. Kč. A to už podle našeho názoru nevypadá na to, že se ČEZu v roce 2017 podaří udržet dividendu ve výši 40 Kč.

Za předpokladu, že management ČEZu ponechá dividendový výplatní poměr blízko letošních 80 %, pak dividendu z očištěného čistého zisku roku 2016 vyplacená v příštím roce bude činit 27 Kč na akcii. Ve střednědobém horizontu (v letech 2018 – 2020) pak na základě naší aktuální prognózy ziskovosti a za předpokladu neměnného dividendového schématu očekáváme dividendy v blízkosti 24 Kč. To je navýšení výhledu, když v naší předchozí predikci jsme v kontextu propadu cen elektřiny z přelomu roku 2015 a 2016 očekávali pokles k 20 Kč (v negativním scénáři až k 15 Kč). Dividendy v rozmezí 24 – 27 Kč na akcii implikují stále velmi solidní dividendový výnos 5,7 – 6,5 %.

Dovedeme si však představit, že v průběhu 1Q 2017 budou probíhat jednání mezi zástupci státu (jakožto majoritního akcionáře ČEZu) a managementu společnosti o eventuální změně pravidel pro výplatu dividendy za účelem toho, aby v příštím roce nemuselo dojít k poklesu dividendy až k 27 Kč.

Domníváme se, že i přes klesající čistou ziskovost, bude mít ČEZ prostor zmírnit očekávaný meziroční pokles dividendy. Relativně nízké zadlužení (aktuálně kolem 2,3x čistý dluh/EBITDA), stále slušná hotovostní pozice

Vzhledem ke stále solidnímu cash flow však nevidíme jako nerealné navýšení výplatního poměru ke 100 % a tedy v roce 2017 dividendu ve výši 34 Kč

Tabulka č.9: Výhled dividend 2017 – 2020: 100% dividendový výplatní poměr

2017	2018	2019	2020
34	30	29	30

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

podpořená poměrně nízkými CAPEX, které v nejbližších letech společnost plánuje stabilní v rozmezí 30 – 35 mld. Kč ročně (v období značných investic např. do uhelných zdrojů v Ledvicích a Prunéřově se CAPEX v minulosti pohybovaly i kolem 50 mld. Kč), by podle našich odhadů ČEZu dovolilo v příštím roce navýšit dividendový výplatní poměr i k hladině 100 %, což by znamenalo dividendu ve výši 34 Kč a vzhledem k současné tržní ceně akcie nadstandardní dividendový výnos kolem 8 %. V letech 2018 – 2020 nám pak 100% výplatní poměr indikuje dividendu poblíž 30 Kč na akcii. Stanovení 100% výplatního poměru by zřejmě zvýšilo zadlužení, nicméně podle naší projekce nijak zásadně, a to v roce 2017 z 2,25x na 2,3x čistý dluh/EBITDA, v roce 2018 z 2,28x na 2,4x či v roce 2019 z 2,16x na 2,33x.

Vyplácet celý čistý zisk ve formě dividendy sice není pro evropské elektrárenské společnosti obvyklé (výplatní poměr západoevropských utilit se většinou pohybuje v rozmezí 50 – 75 %), nicméně podle naší projekce cash flow by si to ČEZ alespoň pro rok 2017 dovolit mohl (čistě technicky by ČEZ mohl ponechat výplatní poměr na 80 % a k tomu navíc částečně použít nerozdělených zisků minulých let). V příštím roce bychom tak dividendu poblíž 34 Kč na akcii neviděli jako nerealnou.

Trhy spekulují i na to, zda by ČEZ neměl začít využívat nerozdělené zisky minulých let (jejich objem je významný, pohybuje se kolem 220 mld. Kč) a zda by tedy nebyl schopen udržet dividendu na úrovni 40 Kč. Jak uvádíme výše, při současném dividendovém schématu dividendu v příštím roce vychází na úrovni 27 Kč na akcii (celkem cca 14,4 mld. Kč). Zbylých 13 Kč na akcii, tzn. cca 7 mld. Kč, by pak mohlo být použito z nerozdělených zisků. Nerozdělené zisky však nemají podobu hotovosti, ČEZ by tak pravděpodobně musel částečně rozpuštění nerozdělených zisků minulých let pokrýt navýšením dluhu. Podle našich propočtů by pak zadluženost v roce 2017 vzrostla k úrovním kolem 2,4x čistý dluh/EBITDA a v roce 2018 (v případě, že by ČEZ stále chtěl držet dividendu 40 Kč) k 2,55x.

Dividendu by tak podle našeho názoru bylo možné udržet na stabilní úrovni 40 Kč jen za cenu nárůstu zadlužení. Je však otázkou, zda by se management k tomuto kroku uchýlil, když míra zadlužení v posledním období vlivem poklesu provozní ziskovosti narůstá. Ještě na konci roku 2015 se totiž pohybovala na 2,0x násobku čistého dluhu/EBITDA, na konci letošního roku pak očekáváme její úroveň kolem 2,3x. My spíše předpokládáme konzervativnější rozhodnutí managementu ohledně dividendy v příštím roce, které bude více reflektovat relativně výrazný pokles letošního očištěného čistého zisku z loňských 27,7 mld. Kč na očekávaných cca 18 mld. Kč. S dividendou ve výši 40 Kč v příštím roce tedy nepočítáme. Snahy managementu upravit dividendové schéma tak, aby byl o něco zmírněn očekávaný meziroční pokles dividendy, však, jak uvádíme výše, připouštíme.

Ocenění společnosti

Tabulka č.10: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2016	2017	2018	2019	2020	pokračující fáze
risk free rate (%)	0,50	0,80	1,10	1,40	1,60	2,00
market return (%)	6,45	6,45	6,45	6,45	6,45	7,65
beta	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
equity risk premium (%)	6,31	5,99	5,67	5,35	5,14	5,99
cost of equity (%)	6,81	6,79	6,77	6,75	6,74	7,99
cost of debt (%)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20
equity weight	0,67	0,68	0,68	0,69	0,71	0,71
debt weight	0,33	0,32	0,32	0,31	0,29	0,29
WACC (%)	5,63	5,64	5,63	5,66	5,70	6,58

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

Tabulka č.11: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	27,0	25,8	25,1	25,8	26,5
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	21,6	20,6	20,1	20,7	21,2
depreciation	29,8	31,9	31,8	31,9	31,8
change in WC	-2,9	-2,3	-1,3	-2,5	-1,7
CAPEX	34,2	32,8	35,2	32,4	31,0
CF to the firm	20,1	21,9	18,0	22,7	23,7
DCF	3,2	20,8	16,1	19,2	19,0
sum of the DCF	78,3				
terminal value	328,8				
net debt	131,3				
equity value	275,8				
number of shares (mil. ks)	534,2				
target price (CZK)	516				

zdroj: odhady a výpočty Fio

V naší nové analýze na energetickou společnost ČEZ přistupujeme ke zvýšení cílové ceny ze 419 Kč na 516 Kč. Cílová cena se vztahuje k 12měsíčnímu investičnímu horizontu. Vzhledem k tomu, že nová cílová cena na akcie ČEZ se nachází zhruba 23 % nad aktuální tržní cenou, tak zároveň zvyšujeme investiční doporučení z „držet“ na „koupit“. Hlavním důvodem zvýšení cílové ceny a doporučení bylo výraznější zotavení tržních cen elektřiny, které se po celé délce forwardové křivky postupně posouvaly od únorových minim 20 – 21 EUR/MWh až k úrovním 29 – 30 EUR, jednoletý kontrakt dokonce atakoval i hladinu 34 – 35 EUR. Tyto nárůsty nás vedly ke zvýšení prognózy cen silové elektřiny, za které bude ČEZ v příštích letech prodávat ze svých výrobních zdrojů, a to o 21 – 26 % na 29,5 až 31,4 EUR/MWh pro období 2018 – 2020, pro příští rok pak o 10 % na 31 EUR. Byť se aktuálně domníváme, že další růstový potenciál světových cen uhlí (poté co se od letošního února zhruba zdvojnásobily) je v kratším horizontu omezený a rovněž vliv podzimních neplánovaných odstávek na francouzských jaderných reaktorech postupně vyprchá, což v nejbližších měsících může tržní ceny elektřiny srážet o nižší jednotky eur níže, tak na druhou stranu by proti tomu měly stále působit střednědobé faktory zejména v podobě plánovaného odstavení německých jaderných elektráren či vznik tržní stabilizační rezervy na podporu emisních povolenek. Výsledkem zvážení jak krátkodobých, tak střednědobých vlivů je pak výše zmíněná prognóza prodejních cen elektřiny, která se výrazněji neodchyluje od hranice 30 EUR/MWh. Přesto je její navýšení ve srovnání s předchozí (březnovou) predikcí poměrně výrazné a pozitivně se promítlo do výhledu hospodaření pro roky 2017 - 2020, který na úrovni EBITDA zvyšujeme v průměru o 11 % na 57 – 58 mld. Kč a na úrovni očištěného čistého zisku v průměru o 39 % na hladinu poblíž 16 mld. Kč.

Přestože v příštím roce již, v důsledku relativně výrazného očekávaného poklesu očištěného čistého zisku z loňských 27,7 mld. Kč na letošních cca 18 mld. Kč, nepředpokládáme udržení dividendy ve výši 40 Kč na akcii, tak i nadále nahlížíme na akcie ČEZ jako na velmi solidní dividendový titul. Výše dividendy bude podle našeho názoru velkým tématem pro první měsíce příštího roku. Trhy všeobecně očekávají meziroční snížení dividendy. Jde o to, jak razantní nakonec bude. Ponechání dividendového výplatního poměru na současných cca 80 % by indikovalo dividendu v roce 2017 na úrovni 27 Kč na akcii, což je i tak stále relativně atraktivní dividendový výnos kolem 6,5 %. Podle našich odhadů je však likvidní pozice ČEZu stále, i přes pokles ziskovosti, natolik příznivá, že je reálná taková úprava dividendového schématu, která by umožnila vyplátit v příštím roce dividendu přesahující hladinu 30 Kč. Podle naší projekce cash flow nevyznívá nereálně navýšení výplatního poměru z 80 % na 100 % a tedy dividendu 34 Kč přinášející silný cca 8% dividendový výnos.

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

Citlivostní analýza

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

Tabulka č.12: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

pokračující růst	WACC				
	6,18%	6,38%	6,58%	6,78%	6,98%
0,6%	526	500	475	452	431
0,8%	549	521	495	471	448
1,0%	574	544	516	491	467
1,2%	601	569	539	512	486
1,4%	630	596	564	534	507

zdroj: odhady Fio

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Stabilní společnost s působností ve střední a jihovýchodní Evropě.
- Ve srovnání s konkurencí vysoká provozní marže pohybující se blízko 30 %.
- Silná likvidní pozice.
- Stále atraktivní dividendová politika.
- Financování za relativně nízké úrokové sazby.
- Uspokojivá míra zadlužení neohrožující finanční stabilitu společnosti.

• Slabé stránky

- Citlivost výnosů a zisků na tržní ceny elektřiny na energetických burzách.
- Pokračující negativní tlak na ziskovost ze strany klesajících prodejních cen elektřiny.
- Vliv státu (stát prostřednictvím MFČR vlastní téměř 70 % akcií společnosti).
- Velká organizační struktura a nižší flexibilita společnosti.

• Příležitosti

- Působení na trhu zemního plynu, kam ČEZ úspěšně vstoupil v roce 2010 a stal se největším alternativním dodavatelem v ČR.
- Vstup do mobilního segmentu jako virtuální operátor, byť příspěvek do celkového hospodaření je marginální.
- Ve střednědobém horizontu potenciál určitého zotavení tržních cen elektřiny, a to zejména díky dosažení dohody nad vznikem tržní stabilizační rezervy pro emisní povolenky a díky odstavení jaderných zdrojů v Německu.
- Realizace úspor s cílem snížit provozní náklady a podpořit ziskovost.
- Silné páteřní uhelné zdroje – Tušimice, Pruněřov (obě komplexně zmodernizované elektrárny), Ledvice (nová elektrárna), Počerady.

• Hrozby

- Riziko dalšího zhoršení regulatorních a legislativních podmínek v jihovýchodní Evropě.
- Riziko poklesu cen černého energetického uhlí s negativním dopadem na tržní ceny elektřiny.
- Nejistý vývoj regulace evropské energetiky.
- V návaznosti na předchozí bod hrozba dalšího poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.

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

Jan Raška
Fio banka, a.s.
Analytik
jan.raska@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Všecké informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejně nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu 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 18. 11. 2016 má Fio banka, a.s. 5 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 3 doporučení koupit, 1 doporučení akumulovat a 1 doporučení držet. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o pověření prezentací investičních doporučení §7.

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