

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 556 Kč

ČEZ	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	556 Kč
Předchozí doporučení (18.11.2016):	Koupit
Předchozí cílová cena (18.11.2016):	516 Kč
Datum vydání:	24.11.2017

Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
Tržní kapitalizace: 257 mld. Kč
Závěrečná cena k 23.11.2017: 481 Kč
Roční maximum: 484,70 Kč
Roční minimum: 393,80 Kč
Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP
Podíl v indexu PX: 22,5 %
Koeficient beta oproti indexu PX: 0,96

Struktura akcionářů

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

Roční vývoj ceny akcie ČEZ



zdroj: www.fio.cz/e-broker

V naší nové analýze na společnost ČEZ zvyšujeme cílovou cenu z 516 Kč na 556 Kč a potvrzujeme nákupní doporučení.

Cílovou cenu vztahující se k 12měsíčnímu investičnímu horizontu zvyšujeme na pozadí očekávaného výraznějšího zlepšení hospodaření od roku 2020, kdy by se již naplno mohl projevit aktuální příznivý vývoj na tržních cenách elektřiny, které i v letošním roce zaznamenávají růstový trend, když od května vzrostly o 25 – 30 %.

Navíc v našich predikcích cen elektřiny i nadále počítáme s podpůrnými faktory v podobě reformovaného trhu s emisními povolenkami a postupného odstavování německých jaderných i některých uhelných elektráren, což by podle našeho názoru mělo (i v kontextu rizik, mezi která řadíme jak další rozvoj obnovitelných zdrojů, tak hrozbu určité korekce na cenách energetického uhlí, jenž se nachází na téměř čtyřletých maximech) minimálně stabilizovat či mírně podpořit budoucí vývoj tržních cen elektřiny.

Od roku 2020 tak očekáváme výraznější změnu trendu v realizačních cenách elektřiny, když ČEZ by mohl v letech 2020, resp. 2021 prodávat za alespoň 35 EUR, resp. 36,5 EUR/MWh. To je oproti naší předchozí analýze navýšení predikce realizačních cen o 11 – 16 %, což pro období 2020 - 2021 indikuje posun EBITDA přes hranici 60 mld. Kč (ve srovnání s rokem 2019 navýšení o 8 – 12 %) a návrat očištěného čistého zisku do rozmezí 17 – 19 mld. Kč (nárůst z cca 13,5 mld. Kč predikovaných pro rok 2019).

Pohled na dividendovou politiku výrazněji neměníme a na akcie ČEZ stále nahlížíme jako na poměrně atraktivní dividendový titul. V příštím roce očekáváme stabilní dividendu poblíž 33 Kč na akcii, což značí téměř 7% dividendový výnos. V letech 2019 a 2020 by se podle našeho názoru na velikosti dividendy nemusel výrazněji projevit očekávaný pokles čisté ziskovosti v letech 2018 a 2019, když kombinace předpokládaného příznivého vývoje provozního cash flow, relativně nízké míry zadluženosti, vysokého objemu nerozdělených zisků či potenciálního prodeje bulharských aktiv vytvoří takovou likvidní pozici, že dividendu by se mohla udržet v rozmezí 28 – 30 Kč.

Tabulka č.1: Základní ukazatele

ČEZ	2014	2015	2016
Produkce elektřiny (GWh)	63 124	60 917	61 132
Instalovaný výkon (MW)	16 000	15 900	15 600
Výnosy (mil. Kč)	201 751	210 167	203 744
EBITDA (mil. Kč)	72 498	65 104	58 082
Čistý zisk* (mil. Kč)	29 454	27 666	19 640
P/E	14,11	11,45	16,09
P/S	1,62	1,15	1,14
ROA (%)	3,53	3,37	2,32
ROE (%)	8,63	7,84	5,44

zdroj: ČEZ, Bloomberg; *očistěný čistý zisk

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 – tradiční energetika, výroba – nová energetika, distribuce, prodej, těžba a ostatní. Segmenty jsou dále rozděleny geograficky na Českou republiku, Polsko, Rumunsko, Bulharsko a ostatní země. Segmenty výroba – tradiční energetika a distribuce jsou nejvýznamnějšími segmenty společnosti. Výroba – tradiční energetika v roce 2016 realizovala provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 22 mld. Kč a na celkové EBITDA se podílela 38 %. Naprostou většinu z těchto 22 mld. Kč pak ČEZ vygeneroval v ČR, konkrétně 20,7 mld. Kč. Segment distribuce v loňském roce vykázal EBITDA na úrovni 20,4 mld. Kč, což byl 35% podíl na celku. I v tomto segmentu dominuje Česká republika se 17,3 mld. Kč.

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, jedním paroplynovým zdrojem a dále teplárnami. Instalovaný výkon těchto tuzemských zdrojů činí cca 13 050 MW, což znamená zhruba 84% 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 uhelných (loni 49% podíl na celkové tuzemské produkci elektřiny) a jaderných elektráren (42% podíl). Zbýlých cca 9 % připadá na obnovitelné zdroje (voda, fotovoltaika, vítr, biomasa) a zemní plyn. ČEZ v ČR v loňském roce svým zákazníkům distribuoval (zprostředkoval) elektřinu v objemu 34 950 GWh, což je 69% podíl na celkovém objemu distribuované elektřiny za celou Skupinu. Objem tuzemského prodeje elektřiny koncovým zákazníkům za rok 2016 činil 19 600 GWh a na celkových prodejích 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 s cca 10% podílem na trhu podle počtu odběrných míst. Na konci roku 2016 ČEZ dodával plyn do 397 tisíc odběrných míst, což je meziroční nárůst o zhruba 13 tisíc. Na podzim roku 2013 ČEZ vstoupil na tuzemský telekomunikační trh jako virtuální mobilní operátor. Společnost eviduje cca 90 tisíc zákazníků.

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

rok 2016	Výnosy ¹	EBITDA	EBIT
Výroba-tradiční energetika	55 728	21 991	4 387
<i>podíl na celku</i>	27,35%	37,86%	16,81%
Výroba-nová energetika	3 389	3 403	-890
<i>podíl na celku</i>	1,66%	5,86%	-
Distribuce	29 698	20 361	14 337
<i>podíl na celku</i>	14,58%	35,06%	54,95%
Prodej	107 432	5 488	5 415
<i>podíl na celku</i>	52,73%	9,45%	20,76%
Těžba	4 826	4 412	1 998
<i>podíl na celku</i>	2,37%	7,60%	-
Ostatní	2 671	2 423	863
<i>podíl na celku</i>	1,31%	4,17%	3,31%
Celkem²	203 744	58 082	26 114

zdroj: ČEZ, ¹výnosy bez výnosů mezi segmenty,

²Údaje v řádku celkem jsou konsolidované

Vstup na mobilní trh hodnotíme jako doplňkový (marginální) byznys s příspěvkem do celoročních tržeb, resp. EBITDA v řádu stovek milionů korun.

ČEZ se rovněž snaží čím dále více prosazovat na trhu energetických služeb, a to prostřednictvím své dceřiné firmy ČEZ ESCO. Tato dceřiná společnost nabízí firmám, obcím a institucím (např. nemocnicím, školám nebo sportovním areálům) pokrytí energetických potřeb jako jsou např. dodávky komodit, instalace a následný provoz malých (lokálních) energetických zdrojů (zejména kogeneračních jednotek, plynových kotlů či fotovoltaických elektráren). Nabízí řešení v oblasti veřejného osvětlení a osvětlení průmyslových budov a hal, projekty energetických staveb včetně lokálních distribučních sítí, projekty energetických úspor, zabývá se rovněž energetickými audity a poradenstvím. ČEZ již na trhu energetických služeb nepůsobí pouze na tuzemském trhu, ale akvizicí společnosti Elevion z poloviny letošního roku vstoupil rovněž na německých trh.

Dále se společnost ČEZ v ČR věnuje 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 2016 21,4 mil. tun, přičemž zhruba 73 % produkce směřuje hnědouhelným elektrárnám v rámci Skupiny a zbylých 27 % 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 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. Zejména vlivem tehdejšího nepříznivého trendu na trhu s elektřinou byly tyto projekty zastaveny a spolupráce s MOL ukončena.

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.

V poslední době se ČEZ, co se týče zahraničních aktivit, zaměřuje především na západoevropské akvizice do obnovitelných zdrojů. Na konci roku 2016, resp. v polovině roku 2017 koupil německé větrné elektrárny o celkovém instalovaném výkonu kolem 135 MW. Jedná se již o fungující větrné parky s letošním očekávaným příspěvkem do EBITDA kolem 0,4 mld. Kč. Mezi nejnovější akvizice patří rovněž nákup devíti francouzských větrných farem, které jsou zatím ve fázi developmentu. Projekty postupně získávají povolení, výstavba bude následovat a během pěti je v plánu instalace až 100 MW výkonu.

Letošní výsledky hospodaření

ČEZ navázal na letošní první kvartál a i ve 2Q představil poměrně silné výsledky hospodaření, které překonaly jak naše odhady, tak tržní konsensus. Do letošního hospodaření se sice stále negativně projevuje relativně výrazný, cca 9 – 10%, meziroční pokles realizačních (prodejních) cen elektřiny, když ČEZ letos prodává silovou elektřinu ze svých zdrojů v průměru za cca 31 EUR/MWh, nicméně ve 2Q 2017 se projevilo několik příznivějších vlivů, které nakonec způsobily lepší než očekávané výsledky.

Výnosy, navzdory meziročně nižším cenám elektřiny, vzrostly o 2,3 % na 48,1 mld. Kč a překonaly jak naši predikci ve výši 45,6 mld. Kč, tak odhady trhu posazené na hladinu 46,9 mld. Kč. Lepší než očekávané výnosy připisujeme zejména stále dobré výkonnosti v segmentu prodeje plynu, kde ČEZ nadále drží pozici číslo jedna mezi alternativními dodavateli a kde vykázal nárůst objemů prodeje o 42 % y/y na 1,7 TWh. K meziročnímu růstu výnosů dále přispěl mimořádný příjem z prodeje bytového fondu ve výši 1,3 mld. Kč. Tento vliv se však očekával, když ČEZ indikoval zaúčtování transakce do výsledků za 2Q 2017.

Provozní zisk EBITDA ve 2Q 2017 poklesl o 6,1 % y/y na 12,3 mld. Kč, čímž překonal náš odhad 11,6 mld. Kč a byl lehce nad tržním konsensem, jenž dosahoval úrovně 12 mld. Kč. Lepších než očekávaných výsledků ČEZ dosáhl v segmentu bulharského prodeje a segmentu rumunské distribuce, což jinak bývají spíše problematictější segmenty. Bulharský prodej vykázal provozní ziskovost ve výši 0,5 mld. Kč (oproti námi předpokládaným 0,1 mld. Kč), když ČEZ profitoval z mimosoudní dohody o narovnání s bulharskou státní energetickou společností NEK týkající se pohledávek za OZE. V rumunské distribuci se nad očekávání projevil zejména úspory v provozních nákladech. ČEZ tak v tomto segmentu ve 2Q realizoval EBITDu ve výši 0,6 mld. Kč (y/y +0,1 mld. Kč), zatímco náš odhad činil 0,3 – 0,4 mld. Kč. Dobré výsledky předvedl také tuzemský segment prodeje. Jeho provozní ziskovost ve výši 0,9 mld. Kč mírně překonala náš odhad 0,7 mld. Kč, a to vlivem vyšších hrubých marží z prodeje plynu, když se projevil rostoucí prodej a nižší nákupní náklady.

Ostatní segmenty, jako tuzemská distribuce nebo rumunská výroba zaznamenaly ziskovost v souladu s očekáváním. Distribuce si v ČR nadále držela solidní výsledky, když se dobrá výkonnost české ekonomiky projevuje v rostoucích objemech distribuované elektřiny. Rumunské větrné parky letos profitují z absence loňského regulatorního omezení výroby, díky tomu tak jejich produkce ve 2Q vzrostla o 18,5 % y/y na 243 GWh.

Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 2Q 2017

mld. Kč	2Q 2017	Konsensus trhu*	2Q 2016	y/y
Výnosy	48,1	46,88	47,0	2,3%
EBITDA	12,3	11,99	13,1	-6,1%
EBIT	5,6	4,50	5,0	12,0%
Čistý zisk	8,2	6,61	4,8	70,8%
Zisk na akcii (Kč)	15,3	-	9,0	70,0%

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

Výsledky za 2Q 2017 byly příznivé, vedle mimořádných vlivů (prodej bytů a transakce s akciemi a dluhopisy MOL) pomohly i lepší než očekávané výsledky na provozní úrovni hospodaření

Výsledky za 3Q 2017 nepřekvapily, na meziročním poklesu se nejvíce podílely nižší ceny elektřiny

Tabulka č.4: Hospodářské výsledky za 3Q 2017

mld. Kč	3Q 2017	Konsensus trhu*	3Q 2016	y/y
Výnosy	45,8	46,09	46,2	-0,9%
EBITDA	9,7	10,15	10,7	-9,3%
EBIT	2,2	2,42	3,6	-38,9%
Čistý zisk	0,3	0,76	1,9	-84,2%
Zisk na akcii (Kč)	0,6	-	3,5	-82,9%

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

Do očištěného čistého zisku za 2Q 2017 se podle očekávání pozitivně projeví mimořádné vlivy v podobě zisku z prodeje bytů ve výši 1 mld. Kč a transakce týkající se prodeje akcií MOL a souběžného odkupu konvertibilních dluhopisů MOL, jenž ve 2Q vynesla 3,6 mld. Kč. Očištěný čistý zisk tak vykázal výrazný meziroční růst o 70,8 % na 8,2 mld. Kč a navíc překonal jak naši predikci 7,5 mld. Kč, tak odhad trhu 6,6 mld. Kč, když se projevil lepší než očekávaný vývoj na provozní úrovni hospodaření.

Za letošní 3Q ČEZ představil výsledky, které téměř přesně naplnily naše očekávání. Výnosy dosáhly úrovně 45,8 mld. Kč a byly víceméně meziročně stabilní, když nižší realizační ceny elektřiny byly z velké části kompenzovány výrazně vyšší výrobou z jaderných elektráren (vzrostla o 49 % y/y na 6,5 TWh) a rovněž se pozitivně projeví pokračující dobré výsledky plynoucí z prodeje zemního plynu (nárůstu objemů o 44 % y/y na 1,3 TWh).

Provozní ziskovost za 3Q 2017 byla v podstatě shodná s naší predikcí. EBITDA poklesla o 9,3 % y/y na hladinu 9,7 mld. Kč (naš odhad činil 9,6 mld. Kč) a byla téměř v souladu s tržním konsensem, jenž byl posazen na úroveň 10,15 mld. Kč. Podle předpokladů byly nejvýznamnějším negativním faktorem meziročně nižší realizační ceny elektřiny s nepříznivým dopadem ve výši 1,4 mld. Kč. Výsledky hospodaření byly rovněž tlačeny dolů rostoucími náklady na emisní povolenky, když se projevuje každoročně nižší podíl povolenek, jenž ČEZ získává zdarma. Nepříznivý dopad tohoto vlivu ve 3Q 2017 činil 0,2 mld. Kč. Stále slušnou výkonnost vykazuje tuzemská distribuce, která i ve 3Q zaznamenala rostoucí objem distribuované elektřiny (+3 % y/y na 8 TWh), což výrazně tlumí pro letošní rok managementem předpokládané negativní dopady technických vlivů v podobě korekčních faktorů a narovnání objemu nevyfakturované elektřiny. Tuzemská distribuce tak díky rostoucím objemům vykázala ve 3Q 2017 pouze mírný meziroční pokles EBITDA o 0,2 mld. Kč na hladinu 3,6 mld. Kč.

Protiváhou negativních vlivů byla zejména meziročně vyšší výroba, která celkově stoupla, hlavně kvůli silné výše zmíněné produkci z jádra, o 6,8 % na 14,2 TWh. Její příznivý dopad do celkové EBITDA tak ve 3Q sice činil výrazných 1,2 mld. Kč, ale tento vliv byl na druhou stranu srážen negativním přeceněním derivátů (-0,4 mld. Kč) a vyššími stálými náklady (-0,2 mld. Kč). Celkově tak byl příznivý efekt z meziročně vyšší produkce v souladu s naší predikcí. Pozitivní příspěvek do výsledků hospodaření zaznamenal rovněž tuzemský segment prodeje, a to jednak kvůli slabší loňské srovnávací základně a jednak díky výše zmíněným výsledkům z prodeje plynu. Provozní ziskovost tohoto segmentu tak v letošním třetím kvartále meziročně vzrostla o 0,3 mld. Kč na 0,8 mld. Kč. V souladu s očekáváním pozitivní příspěvek generovaly rumunské větrné elektrárny (y/y +0,2 mld. Kč na 0,5 mld. Kč), když se projevuje absence loňských regulatorních omezení produkce. U ostatních segmentů jako rumunská a bulharská distribuce podle očekávání nedošlo k významnějším meziročním změnám.

Odpisy byly v souladu s očekáváním na úrovni 7,6 mld. Kč (+6,6 % y/y), provozní zisk EBIT tak rovněž nepřekvapil a za 3Q 2017 činil 2,2 mld. Kč (naše prognóza 2,1 mld. Kč). Očištěný čistý zisk téměř v souladu s naším očekáváním meziročně poklesl o 84,2 % na 0,3 mld. Kč a byl lehce pod odhadem trhu, jenž byl 0,76 mld. Kč.

ČEZ v srpnu zvýšil výhled letošní EBITDA z 52 mld. Kč na 53 mld. Kč a posunul výhled letošního očištěného čistého zisku ze 17 mld. Kč na 19 mld. Kč

Jaké výsledky lze očekávat za celý rok 2017

Po příznivém vývoji hospodaření za 1H 2017 management ČEZu v létě přistoupil jak ke zvýšení výhledu letošní EBITDA z úrovně 52 mld. Kč na 53 mld. Kč, tak k navýšení očištěného čistého zisku ze 17 mld. Kč na 19 mld. Kč.

Zlepšení výhledu podle našeho názoru dávalo smysl. Ve druhém letošním pololetí by totiž ČEZ měl těžit zejména z velmi slušné výroby z jaderných elektráren, která nebude zatížena loňskými dlouhými neplánovanými odstávkami. Očekáváme, že ve 2H 2017 jaderné elektrárny vyrobí lehce přes 14 TWh elektřiny, což je výrazný cca 45% meziroční nárůst. Zatímco v první polovině letošního roku produkce z jádra ještě mírně zaostávala oproti 1H16, když probíhaly kvůli licenčnímu procesu delší odstávky na Dukovanech, tak výroba v druhé polovině roku již vykazuje daleko plynulejší ráz. Za celý rok 2017 tak odhadujeme produkci mírně přes 28 TWh. To je oproti loňským podprůměrným 24,1 TWh výrazné navýšení.

Vedle solidní produkce z jaderných zdrojů, která se po loňských a předloňských velkých problémech s neplánovanými odstávkami začíná postupně dostávat do standardních intencí, by výsledky hospodaření ve zbytku roku měly být podpořeny také tuzemským distribučním segmentem. Rostoucí česká ekonomika, která ve 3Q 2017 dokonce dle předběžných údajů ČSÚ ještě zrychlila tempo na meziročních 5 % z předchozích 4,7 % vykázaných ve 2Q 2017, pozitivně ovlivňuje spotřebu elektřiny v ČR. Ta podle dat ČEZu za devět měsíců letošního roku rostla jak u velkooběratelů (cca 4 % y/y), tak u domácností (téměř 4 % y/y), celkem pak posílila o 3,7 % y/y.

To se příznivě promítlo do objemu distribuované elektřiny, který v ČR za 9M 2017 vzrostl o 3,7 % y/y, za celou společnost (včetně Rumunska a Bulharska) pak o 4,1 % y/y. Pokračování pozitivního trendu očekáváme i ve 4Q 2017 a za celý letošní rok tak predikujeme meziroční růst distribuované elektřiny o cca 3,7 % na zhruba 52,5 TWh. Managementem ČEZu původně předpokládaný nepříznivý vliv technických faktorů v podobě korekčních faktorů a narovnění objemu nevyfakturované elektřiny s plánovaným letošním negativním dopadem 1,5 mld. Kč by nakonec mohl být zcela kompenzován výše zmíněnými rostoucími objemy. Celkově by tak tuzemská distribuce mohla letos oproti původnímu očekávání vykázat meziročně stabilní výsledek s EBITDA blízko 17 mld. Kč. Dobrá výkonnost tuzemské distribuce byla tedy podle našeho názoru jeden z důležitých faktorů, jenž v srpnu přiměl management ČEZu k navýšení letošního výhledu ziskovosti.

Mezi hlavní důvody navýšení výhledu očištěného čistého zisku patřilo snížení predikce odpisů a nákladových úroků kvůli opětovnému posunutí termínu komerčního spuštění, resp. zařazení do majetku nové uhelné elektrárny Ledvice.

Komplikující se spor se SŽDC způsobil korekci výhledu EBITDA

Do letošních výsledků hospodaření vnesly nejistotu soudní spory se Správou železniční dopravní cesty (SŽDC). Již v roce 2015 ČEZ do provozního zisku EBITDA zaúčtoval částku 1,13 mld. Kč jako výsledek vyhraného sporu o nasmlouvanou, ale neodebranou elektřinu týkající se roku 2010. Tento spor

Komplikující se spory se SŽDC vedly ČEZ ke snížení letošního výhledu EBITDA z 53 mld. Kč na 52 mld. Kč. Výhled očištěného čistého zisku však ponechán na 19 mld. Kč.

Spory se SŽDC mohou mít, v případě naplnění negativního scénáře, negativní dopad do letošní EBITDA až do výše 2,4 mld. Kč. Pravděpodobněji se však jeví negativní vliv ve výši cca 1,3 mld. Kč.

se však komplikuje, když na konci letošního září Nejvyšší soud zrušil dřívější rozsudky Městského i Vrchního soudu a následně vrátil celou záležitost Městskému soudu k dalšímu řízení. To celou věc komplikuje a podle našeho názoru vzniká riziko, že ČEZ bude muset výše zmíněných 1,13 mld. Kč vrátit.

Tyto události navíc vnáší míru nejistoty i do druhého prakticky totožného sporu se SŽDC, jenž se týká roku 2011. Tento další spor se doposud vyvíjel ve prospěch ČEZu, když na konci roku 2016 Městský soud v prvoinstančním řízení rozhodl, že SŽDC má zaplatit zhruba 1,3 mld. Kč. ČEZ následně tuto částku zahrnul do letošního výhledu EBITDA, resp. očištěného čistého zisku. Doposud však 1,3 mld. Kč nezískal. Komplikace působí jak odvolání SŽDC proti prvoinstančnímu rozsudku, tak především zásah Nejvyššího soudu u prvního sporu, jenž může zásadně ovlivnit právní pohled na danou záležitost a podle našeho názoru existuje reálné riziko, že ČEZ 1,3 mld. Kč nakonec letos nezíská.

Nebýt výše zmíněných komplikací, tak bychom nahlíželi na letošní výsledky poměrně optimisticky a očekávali bychom EBITDu kolem úrovně 53,8 mld. Kč a očištěný čistý zisk blíže k hranici 19,5 mld. Kč. Jak jsme již naznačili výše, ČEZu by měla ve druhé polovině roku pomoci jednak velmi slušná produkce z jádra a z toho plynoucí vyšší hrubé marže z výroby a obchodu a jednak příznivý vývoj v tuzemské distribuci.

ČEZ tyto komplikace v listopadu zohlednil do výhledu hospodaření, konkrétně snížil predikci EBITDA o 1 mld. Kč na 52 mld. Kč. Z letošního plánu tak společnost vyčlenila dříve předpokládaný příjem 1,3 mld. Kč. Na druhou stranu je patrné, že potenciální hrozba vratky 1,13 mld. Kč nebyla v korekci výhledu zohledněna. ČEZ tak spíše nepočítá s tím, že by musel tuto částku letos vrátit. Návrat celého řízení k prvoinstančnímu soudu bude pravděpodobně časově náročné a ČEZ si zřejmě dle svých právních analýz vyhodnotil, že hrozba vratky je v letošním roce minimální. Výhled očištěného čistého zisku byl však ponechán na úrovni 19 mld. Kč, když opět došlo k určitému snížení predikce letošních odpisů a nákladových úroků z důvodu toho, že aktuální plán komerčního spuštění Ledvic, resp. jejich zařazení do majetku se posouvá až na konec roku 2017. Získání cca 1,3 mld. Kč od SŽDC je podle našeho názoru v letošním roce nepravděpodobné, naši predikci EBITDA to pak posouvá do úrovně kolem 52,7 mld. Kč. ČEZem stanovený výhled očištěného čistého zisku na úrovni 19 mld. Kč vnímáme jako dosažitelný. Pokud by se naplnil negativní scénář (vidíme ho jako méně pravděpodobný) a ČEZ by musel ještě letos navíc vrátit 1,13 mld. Kč, pak by EBITDA mohla klesnout na cca 51,6 mld. Kč a čistá ziskovost na zhruba 18 mld. Kč.

Ceny elektřiny se drží na vyšších úrovních, to naznačuje výraznější změnu v hospodaření ČEZu od roku 2020

Tržní ceny silové elektřiny se po propadech na historická minima poblíž 20 EUR/MWh z počátku roku 2016 postupně zotavovaly. Cesta vzhůru začala již v průběhu první poloviny roku 2016, a to zejména pod vlivem rostoucích cen černého energetického uhlí. Tehdy na globální ceny uhlí pozitivně působilo regulační omezování produkce v Číně, následný nárůst čínských importů a zvyšování poptávky po australském uhlí. Ceny elektřiny tak v průběhu loňského roku rostly na celé své forwardové křivce o desítky procent. Na konci roku 2016 pak roční kontrakt na německé burze dosahoval

Elektřina je letos podporována zejména rostoucími cenami uhlí a emisních povolenek

úrovně 35 EUR/MWh (tehdy dvouletá maxima), dvouletý atakoval hladinu 31 EUR a tříletý se pohyboval mezi 29 – 30 EUR. Přes menší výkyv směrem dolů, kdy v letošním prvním kvartále cena ročního kontraktu korigovala k 28 EUR, se ceny elektřiny posléze odrazily k dalšímu růstu. Roční kontrakt tak od letošního května přidal téměř 30 % na hladinu 36 - 37 EUR, což je nejvyšší úroveň od začátku roku 2014, dvouletý kontrakt se pak dostává na ceny kolem 34 - 35 EUR (od května rovněž cca +30 % a tříletá maxima).

Elektřina se od letošních jarních měsíců nese na vlně rostoucích cen uhlí a emisních povolenek. Uhlí ARA, což je referenční kontrakt pro západoevropský trh, se na konci roku 2016 dostal k úrovni 65 - 70 USD/t, kolem které se pak držel i v první polovině letošního roku. Zhruba od poloviny roku nastal další růstový trend, konkrétně od května uhlí ARA (roční kontrakt) přidalo relativně silných 35 % na hladinu kolem 85 USD/t a dostalo se nejvýše od začátku roku 2014. Příčiny lze hledat zejména v Číně. Ta se svou roční spotřebou přesahující 500 mil. tun je hlavním tvůrcem ceny této komodity. Letošní vývoj ukazatelů naznačuje poměrně vysokou čínskou poptávku po uhlí. V první polovině roku se čínské importy meziročně zvýšily zhruba o třetinu. Např. v dubnu dovozy stouply o 38 % y/y na téměř 10 mil. tun a dostaly se tak na čtyřměsíční maxima. Ačkoliv v letech 2011 až 2015 klesal podíl uhelných elektráren na celkové výrobě elektřiny z 83 % na 73 % a zdálo se, že uhlí je v Číně pomalu na ústupu (v tomto období také probíhal poměrně výrazný klesající trend cen uhlí), tak tento vývoj se zastavil, resp. se mírně otočil. V loňském roce se podíl uhlí v Číně zvedl na 74 %, na začátku roku 2017 pak vzrostl dokonce na 78 % (když k tomu přispěla především nižší výroba z vodních elektráren). V dalším průběhu letošního roku se podíl ustálil kolem 75 %. Pozitivní vývoj čínského průmyslu, potažmo celé čínské ekonomiky má příznivé dopady na produkci elektřiny z uhelných elektráren, čínská poptávka po uhlí tak letos roste, což vytváří pozitivní tlak na globální ceny uhlí.

Trh vnímá pozitivně probíhající jednání na půdě EU o budoucí podobě trhu s emisními povolenkami

Probíhající jednání na půdě EU o reformě trhu s emisními povolenkami (EU ETS) podporuje jejich ceny. Povolenky se aktuálně pohybují na nejvyšších úrovních od začátku roku 2016. Od lokálního květnového minima kolem 4,5 EUR za tunu emisí skleníkových plynů zaznamenala cena výrazný cca 65% růst na současných zhruba 7,5 EUR. Je patrné, že trh vnímá optimisticky vyjednávání mezi Evropským parlamentem, Evropskou komisí a Radou EU (tzv. trialog) o budoucí podobě trhu s emisemi, jehož výsledkem by měl být především vznik tzv. tržní stabilizační rezervy (Market Stability Reserve – MSR) a následné omezování přebytku emisních povolenek s cílem podpořit jejich ceny.

Katalyzátory budoucího růstu cen elektřiny

Reforma trhu s emisními povolenkami

Finální shodu na reformě trhu s emisními povolenkami považujeme za jeden z klíčových faktorů, jenž by měl podporovat ceny elektřiny ve střednědobém horizontu. První snahy o omezování přebytku povolenek byly realizovány již v roce 2013, kdy byl schválen tzv. backloading, v rámci něhož bylo v letech 2014 – 2016 postupně stahováno z trhu (z aukcí) celkem 900 mil. ks povolenek. Vyjednávání a první konsensy o základních obrysech výraznějších změn v systému obchodování s emisemi se pak začaly objevovat již v první polovině roku 2015. Tehdy se poprvé začalo mluvit o

konceptu tržní stabilizační rezervy. V rámci tehdejších dílčích hlasování na půdě EU se odsouhlasil její vznik od roku 2019. Primárním cílem MSR je omezování přebytku povolenek na trhu, konkrétně jejich postupné stahování z aukcí do té doby než jejich obchodovaný objem neklesne pod cca 830 mil. ks (mechanismus by měl případně fungovat i v opačném směru, to znamená, pokud objem povolenek klesne pod 400 mil. ks, pak budou následně vráceny z rezervy zpět do oběhu).

Na konci roku 2016 pak Výbor životního prostředí Evropského parlamentu schválil silnější verzi MSR, když roční míra stahování povolenek z trhu by měla být zdvojnásobena z 12 % na 24 % a navíc bylo odsouhlaseno zrušení 800 mil. ks povolenek z rezervy k lednu 2021. Letos na podzim probíhají v EU na bázi dialogu finální jednání ohledně reformy trhu EU ETS. Začátkem listopadu došlo k potvrzení základních pilířů reformy, tzn. k potvrzení vzniku MSR od roku 2019, ke zdvojnásobení míry stahování povolenek z trhu a dále by od roku 2023 měl fungovat mechanismus, na základě kterého by část povolenek stažených do rezervy měly být zrušeny. Dohoda ještě musí být schválena Evropským parlamentem a ministry jednotlivých členských států. S reformou EU ETS ve svých predikcích dlouhodobě počítáme. Očekáváme, že na jejím základě by se ceny emisních povolenek měly postupně dostávat alespoň přes hranici 10 EUR (některé odhady hovoří i o zdvojnásobení cen oproti současným úrovním, tzn. někam k hladině 15 EUR). Očekávaný růst ceny povolenky by se pak měl pozitivně projevit do cen elektřiny, když dle historických časových řad na růst její ceny o zhruba 1 EUR reaguje cena elektřiny rovněž navýšením o cca 1 EUR.

Odstavování německých jaderných elektráren

Rovněž faktor předpokládaného postupného odstavení německých jaderných elektráren nadále zůstává v našich predikcích důležitým pilířem, jenž by měl ve střednědobém horizontu podporovat tržní ceny elektřiny. Od naší loňské analýzy se plány týkající se uzavření jaderných reaktorů nezměnily, nadále tak platí politické rozhodnutí, jenž učinila německá vláda po katastrofě ve Fukušimě v roce 2011. Již v roce 2015 byl odstaven 1345 megawattový blok v Grafenrheinfeldu a v současnosti je tak v provozu osm reaktorů. Další reaktor, konkrétně Gundremmingen B o instalovaném výkonu 1344 MW, by měl být odstaven na konci letošního roku. Koncem roku 2019 by měl přijít na řadu 1468 megawattový blok Philippsburg 2 a celý proces bude dle dříve oznámených plánů vrcholit v letech 2021 a 2022, kdy se očekává uzavření zbylých šesti elektráren o celkovém výkonu 8539 MW.

Do plánu postupného uzavírání německých konvenčních výrobních kapacit patří také uhelné elektrárny. V první fázi je počítáno s tím, že vybrané uhelné bloky o celkovém výkonu cca 2700 MW se do roku 2019 přesunou do tzv. kapacitní rezervy, v rámci níž budou sloužit jako záložní zdroje a v případě nutnosti budou připraveny dodávat výkon do sítě. Tento proces byl již zahájen v roce 2016, kdy byla do rezervy přesunuta 350 megawattová elektrárna společnosti Mibrag (patřící pod koncern EPH). Další dva bloky o výkonu 560 MW (patřící RWE) byly odstaveny do rezervy letos v říjnu. Druhou fází je pak definitivní vyřazení výše zmíněných 2700 MW z provozu, které je naplánováno na období 2020 – 2023.

Budoucnost německých uhelných elektráren je nadále předmětem politických debat. Německo má zatím spíše problémy s plněním svých klimatických cílů a proto očekáváme další tlaky na uzavírání uhelných výrobních kapacit nad rámec výše uvedených 2700 MW.

Do roku 2022 je očekáváno odstavení všech zbývajících německých jaderných elektráren o výkonu 11350 MW

Další rozvoj OZE a riziko korekce cen uhlí mohou vytvářet negativní tlaky na ceny elektřiny

Na druhou stranu další rozvoj obnovitelných zdrojů energie v západní Evropě (zejména v Německu) a riziko určité korekce globálních cen energetického uhlí jsou podle našeho názoru faktory, které budou ve střednědobém období vytvářet negativní tlak na ceny elektřiny. Ceny uhlí se pohybují na několikaletých maximech, např. referenční kontrakt ARA se nachází na nejvyšších úrovních za téměř čtyři roky. Domníváme se, že s aktuálně vyššími cenami uhlí mohou zahýbat případná regulatorní opatření v Číně. Tamní plánovací komise totiž začátkem roku 2017 nastavila cenové pásmo, jehož cílem je zamezit přílišným cenovým výkyvům a stabilizovat čínský uhelný sektor. Pásmo je zhruba stanoveno do rozmezí 65 – 85 USD/t, aktuální světové ceny uhlí se pohybují poblíž horního intervalu. Takováto cenová úroveň pak může v Číně vyvolat regulatorní opatření směřující k navyšování těžby s cílem vytvořit tlak na pokles ceny uhlí. Růstový potenciál globálních cen uhlí je tak podle našeho názoru pro příštích dvanáct měsíců omezený s rizikem možné korekce.

Předpokládáme, že brzdou budoucího potenciálního růstu cen elektřiny budou i nadále obnovitelné zdroje energie. Z pohledu tuzemské energetiky je důležitý zejména vývoj v Německu. Byť se tempa růstu instalovaného výkonu OZE oproti předchozím letům snižují (to platí hlavně, v souvislosti s poklesem dotovaných výkupních cen, u solárních zdrojů), tak další rozvoj je stále patrný, což je vidět zejména u mořských (offshore) větrných elektráren. Zatímco ještě v roce 2015 podíl výroby z OZE na celkové produkci elektřiny v Německu činil 30 %, tak aktuálně se pohybuje na úrovni 35 %.

Ceny silové elektřiny tak budou ovlivňovány výše zmíněnými protichůdnými faktory. Jako v naší předchozí analýze se stále držíme teze, že podpůrné faktory budou ve střednědobém horizontu alespoň mírně převažovat nad těmi negativními, což by mělo přinejmenším ceny elektřiny na energetických burzách stabilizovat či vytvářet podmínky pro jejich mírný růst.

Predikce realizačních cen elektřiny a výhled hospodaření

Tabulka č.5: Výhled hospodaření

mld. Kč	2017	2018	2019	2020	2021
Výnosy	206,9	211,3	215,4	225,9	230,1
EBITDA	52,7	54,3	56,0	60,5	62,5
EBIT	23,8	21,8	23,5	27,9	29,8
Čistý zisk	19,0	12,2	13,5	17,0	18,4

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

Tabulka č.6: Předchozí výhled zisků

mld. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
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

Nynější poměrně příznivý vývoj na tržních cenách elektřiny se projeví jen minimálně do cen, za které bude ČEZ prodávat silovou elektřinu v příštím roce. Je to dáno zajišťovací strategií, v rámci které ČEZ postupně prodává silovou elektřinu na tři až pět let dopředu. Díky předprodejům z předchozích období tak měla společnost ke konci letošního října prodáno na rok 2018 již 81 % elektřiny ze svých výrobních zdrojů, a to v průměru za 30 EUR. Finální průměrná realizační cena na příští rok by se již tedy neměla příliš lišit od této

Tabulka č.7: Výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh)

rok	2018	2019	2020	2021
cena	30,5	31,8	35	36,5

zdroj: odhady Fio

Tabulka č.8: Předchozí výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh)

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

zdroj: odhady Fio

Výrobu z jádra očekáváme v rozmezí 30 – 31 TWh, což indikuje pozitivní impuls do EBITDA ve výši 1 – 1,5 mld. Kč

Komerční provoz Ledvic by měl do EBITDA přinést cca 1,5 mld. Kč

úrovně a podle našich odhadů se bude pohybovat v rozmezí 30,5 – 31 EUR/MWh. V příštím roce tak poprvé od roku 2013 uvidíme téměř stabilní vývoj realizačních (prodejních) cen elektřiny, když ČEZ letos prodává v průměru za cca 31 EUR. Poprvé po letech, kdy na realizační ceny, potažmo na výsledky hospodaření ČEZu působil dlouhodobě klesající trend tržních cen elektřiny (trvajících od roku 2011 až do začátku roku 2016), tak dojde ke stabilizaci.

Na rok 2019 má společnost předprodáno téměř 60 % elektřiny za 29,5 EUR. I to je už relativně velký objem na to, aby se současné vyšší tržní ceny elektřiny projeví výrazněji do konečné realizační ceny. Přesto lze v roce 2019 již očekávat alespoň mírný meziroční růst. Podle naší predikce by ČEZ mohl prodávat silovou elektřinu za ceny poblíž 32 EUR, což by byl zhruba 4 – 5% růst ve srovnání s rokem 2018.

Za předpokladu, že ve střednědobém horizontu budou do tržních cen elektřiny promlouvat námi výše uvedené podpůrné faktory v podobě zvyšujících se cen emisních povolenek a odstavování německých jaderných a uhelných elektráren a nedojde-li k výraznější korekci na energetických burzách, tak významnější posun v realizačních cenách ČEZu očekáváme od roku 2020. Pro rok 2020 tak predikujeme zhruba 10% meziroční růst realizační ceny na úroveň kolem 35 EUR, v roce 2021 pak odhadujeme další navýšení k hladině 36,5 EUR.

Rok 2018 – vyšší výroba z jádra, komerční výroba z Ledvic

Základním pilířem provozní úrovně hospodaření v příštím roce budou, jak uvádíme výše, téměř stabilní realizační ceny elektřiny. Vedle toho očekáváme pozitivní příspěvek z vyšší produkce jaderných elektráren. Byť již letošní výroba z jádra bude solidní, tak přeci jen byla ještě zatěžována prodlouženými odstávkami na Dukovanech kvůli probíhajícímu licenčnímu procesu a doznívajícím kontrolám svarů. V roce 2018 by se už odstávky jednotlivých bloků měly dostat do běžného módu pravidelných výměn paliva a kontrol se standardní délkou trvání kolem dvou měsíců. Očekáváme tedy, že ČEZ po problémových letech 2015 a 2016, v příštím roce využije naplno potenciál svých jaderných bloků, což indikuje objem produkce alespoň na úrovni 30 TWh, v silách ČEZu je podle našich odhadů i výroba blízko 31 TWh (v optimistickém scénáři by absolutně bezproblémový provoz jaderných elektráren mohl podle našeho názoru indikovat roční výrobu i v rozmezí 31,5 – 32 TWh; konzervativně však prognózuujeme o něco nižší čísla). Pokud budeme předpokládat, že produkce z jádra by v příštím roce mohla stoupnout o 2 – 2,8 TWh, pak pozitivní příspěvek do EBITDA bychom očekávali v rozmezí 1 – 1,5 mld. Kč.

Komerční spuštění, resp. zařazení do majetku nové uhelné elektrárny Ledvice se v průběhu letošního roku nepodařilo. Plány ohledně plného komerčního spuštění se letos opětovně posouvaly, aktuální termín je managementem stanoven na konec roku 2017. Pokud bude naplněn, pak v příštím roce by již Ledvice, jejichž instalovaný výkon činí 660 MW a jejichž roční produkci predikujeme poblíž 4,3 TWh, měly v roce 2018 naplno přispívat do hospodaření společnosti. Odhadujeme, že tato elektrárna je schopna do celoroční EBITDA vygenerovat cca 1,5 mld. Kč. Celkově by tak výroba mohla podle našich odhadů v příštím roce vzrůst o zhruba 5 % na úroveň kolem 67,5 TWh a měla by být jedním z hlavních faktorů podporující provozní ziskovost společnosti.

Na EBITDA zisku již bude v roce 2018 patrný stabilnější vývoj, na úrovni očištěného čistého zisku zřejmě přijde výraznější pokles z důvodu absence mimořádných vlivů a vyšších odpisů a nákladových úroků

O prodeji bulharského distribučního a prodejního segmentu by mělo být jasno na sklonku roku 2017. Nelze tak vyloučit, že výsledek transakce by mohl spadat až do roku 2018 s potenciálem navýšit čistou ziskovost o cca 2 mld. Kč. Potenciální hotovostní dopad by měl být výraznější, poblíž 8 – 9 mld. Kč.

Pozitivní vliv do výsledků očekáváme rovněž od nové akvizice v podobě německé firmy Elevion, ve které ČEZ získal 100% podíl na konci letošního srpna. Elevion, jenž je aktivní na poli energetických služeb (např. dodávky elektrických zařízení a technologických systémů, instalace vzduchotechniky, vytápění a chlazení či kompletní technická správa budov), podle vyjádření ČEZu vykazuje roční tržby kolem 8 mld. Kč s EBITDA marží v rozmezí 5 – 6 %, což indikuje EBITDA zisk ve výši 0,4 – 0,5 mld. Kč. ČEZ tak touto akvizicí poměrně výrazně rozšiřuje svůj segment energetických služeb, který byl do té doby reprezentován tuzemskou dceřinou firmou ČEZ ESCO, jejíž roční tržby činí zhruba 5 mld. Kč a EBITDA se pohybuje kolem 0,3 mld. Kč. ČEZ za Elevion zaplatil 5 mld. Kč, což je zhruba 11x násobek EBITDA. V letošním roce ještě nepředpokládáme výraznější příspěvek Elevionu do hospodaření ČEZu, hlavní dopad očekáváme od roku 2018 s příspěvkem do EBITDA do půl miliardy korun. Rostoucí poptávka subjektů jak ze soukromého, tak veřejného sektoru po energetické efektivnosti a účinnosti podle našeho názoru vytváří ze segmentu energetických služeb perspektivní obor, jenž by se v následujících letech mohl čím dál více podílet na hospodaření ČEZu. Domníváme se, že v horizontu dvou let by EBITDA z energetických služeb mohla překročit 1 mld. Kč.

Na druhou stranu provozní ziskovost bude zřejmě tlačena dolů vyššími náklady na emisní povolenky, když od roku 2013 se ČEZu snižuje podíl povolenek získávaných zdarma. Přírůstek těchto nákladů odhadujeme v rozmezí 1 – 1,5 mld. Kč a podle našeho názoru by to měl být nejvýznamnější negativní faktor do výsledků za rok 2018. Předpokládáme, že výše uvedené pozitivní vlivy převáží nad negativními faktory, a proto v příštím roce očekáváme mírný cca 3% meziroční růst EBITDA na hladinu kolem 54,3 mld. Kč.

Na úrovni očištěného čistého zisku to však vypadá na výraznější meziroční pokles. Nebudou se totiž opakovat letošní jednorázové pozitivní vlivy v podobě zisku 4,5 mld. Kč plynoucího z prodeje akcií MOL a současného výkupu konvertibilních dluhopisů MOL a v podobě zisku z prodeje bytového fondu ve výši 1,1 mld. Kč. Dále je potřeba v příštím roce počítat s nárůstem odpisů, resp. nákladových úroků o zhruba 2,5 mld. Kč, resp. 1,4 mld. Kč v souvislosti se zařazením uhelné elektrárny Ledvice do majetku. To podle našich odhadů posouvá očištěný čistý zisk za rok 2018 k úrovni kolem 12,2 mld. Kč, což je meziročně níže o 35,8 %.

Potenciální prodej bulharských aktiv

Čistou ziskovost může vylepšit prodej bulharských aktiv. Téma prodeje těchto aktiv rezonuje téměř po celý letošní rok. ČEZ se již na konci října domluvil na prodeji černouhelné elektrárny Varna. Cena zatím nebyla zveřejněna, podle médií se spekuluje o ceně poblíž 1,3 mld. Kč. Transakce ještě musí být schválena bulharským antimonopolním úřadem. V tomto ohledu neočekáváme komplikace a podle našeho názoru by prodej elektrárny mohl být ještě zahrnut do letošních výsledků hospodaření. Dopad do čisté ziskovosti neočekáváme významný, v řádu stovek milionů korun, když prodejní cena se zřejmě nijak výrazně nebude lišit od účetní hodnoty elektrárny.

O prodeji významnější části bulharského majetku, kam patří zejména distribuce a prodej, se stále jedná. ČEZ uvedl, že vyjednává s několika zájemci a rozhodnutí zda prodat či nikoliv má padnout do konce letošního

roku. Tyto aktiva v posledních letech generují na úrovni EBITDA zhruba 1,4 mld. Kč ročně. Dle tržních spekulací ČEZu přicházejí nabídky pohybující se poblíž 8 – 9 mld. Kč. Z účetních výkazů lze indikovat, že účetní hodnota distribučních a prodejních aktiv by se mohla pohybovat, po zohlednění 67% vlastnického podílu ČEZu v těchto aktivech, v rozmezí 6 – 7 mld. Kč. Vezmeme-li v potaz výše uvedená čísla, pak by případný prodej bulharského distribučního a prodejního segmentu mohl mít pozitivní dopad do čisté ziskovosti kolem 2 mld. Kč. Jelikož celá záležitost ohledně divestice bulharského distribučního a prodejního segmentu směřuje na konec roku 2017, tak nelze vyloučit, že transakce (za předpokladu, že k ní skutečně dojde) ovlivní až hospodářské výsledky v roce 2018. Pak by to mohlo podle našich odhadů vylepšit očištěný čistý zisk k úrovním poblíž 14 mld. Kč.

Domníváme se, že celkový případný prodej bulharských aktiv bude mít hlavně hotovostní (cashový) nežli účetní dopad, který by nějak skokově ovlivnil čistý zisk. Včetně Varny by tedy ČEZ mohl za výše uvedená aktiva získat zhruba 9 – 10 mld. Kč, což je podle našeho názoru vcelku adekvátní úroveň vzhledem k ziskovosti těchto aktiv a vzhledem k tomu, že provoz elektrárny Varna je od roku 2015 kvůli přísnějším ekologickým limitům zastaven.

Střednědobý výhled hospodaření

S námi předpokládaným příznivým vývojem realizačních cen elektřiny by ve střednědobém horizontu mělo docházet ke zlepšování hospodaření společnosti. Zatímco ještě v roce 2019 bychom očekávali spíše umírněný posun v ziskovosti, tak výraznější zlom prognózujeme od roku 2020. V roce 2019 totiž ještě ČEZ nebude moci naplno profitovat z vyšších tržních cen elektřiny, když má aktuálně (jak uvádíme výše) předprodáno již zhruba 60 % elektřiny ze svých výrobní zdrojů. Podle našich odhadů se tak realizační cena pro rok 2019 výrazněji neodpoutá od hranice 32 EUR/MWh, což nám indikuje EBITDA blízko úrovně 56 mld. Kč (+3,1 % y/y) a očištěný čistý zisk ve výši cca 13,5 mld. Kč (+11 % y/y).

Mnohem zajímavější scénář však může nastat od roku 2020. Na roky 2020 a 2021 je totiž ČEZ stále relativně málo zajištěn z pohledu objemů předprodané elektřiny. Konkrétně na rok 2020 má prodáno mírně přes 25 % a na rok 2021 pouze kolem 5 % elektřiny. ČEZ tak má v tomto případě větší manévrovací prostor participovat na aktuálním poměrně příznivém vývoji tržních cen elektřiny. Pokud se naplní náš výše zmíněný mírně optimistický pohled na budoucí směřování tržních cen elektřiny a ČEZ bude v roce 2020 prodávat alespoň za cenu 35 EUR, pak predikujeme navýšení provozního zisku EBITDA, resp. očištěného čistého zisku k úrovni 60 mld. Kč (+8 % y/y), resp. 17 mld. Kč (+26 % y/y). Rok 2021 vidíme ještě o něco optimističtěji, když námi očekávaná realizační cena v blízkosti 36,5 EUR indikuje EBITDA ve výši cca 62,5 mld. Kč a očištěný čistý zisk v rozmezí 18 – 19 mld. Kč.

Dividendová politika

V souvislosti s očekávaným vývojem letošní čisté ziskovosti vše nasvědčuje tomu, že v příštím roce by ČEZu nemělo nic bránit vyplatit dividendu zhruba ve stejné výši jako v roce 2017, tedy blízko úrovně 33 Kč na akcii, což ve vztahu k aktuální ceně akcie nabízí velmi slušný téměř 7% dividendový výnos. Vývoj dividendy v dalších letech je však otázkou. Pokud bychom uvažovali aktuálně nastavenou dividendovou politiku v podobě výplatního

Výraznější zlom v hospodaření očekáváme od roku 2020. S posunem realizační ceny elektřiny k 35 EUR/MWh předpokládáme nárůst EBITDA, resp. očištěného čistého zisku k hranici 60 mld. Kč, resp. 17 mld. Kč.

Očekávaný letošní očištěný čistý zisk poblíž 19 mld. Kč indikuje v roce 2018 stabilní dividendu poblíž 33 Kč na akcii

Tabulka č.9: Výhled dividend 2018 – 2021: zohlednění příznivé likvidní pozice

2018	2019	2020	2021
33	28-30	28-30	32

zdroj: odhady Fio

Tabulka č.10: Výhled dividend 2018 – 2021: očištěný čistý zisk jako základna

2018	2019	2020	2021
33	23	25	32

zdroj: odhady Fio

I přes námi očekávaný pokles čisté ziskovosti v letech 2018 a 2019 by příznivá likvidní pozice ČEZu měla umožnit v roce 2019 a 2020 vyplatit dividendu alespoň v rozmezí 28 – 30 Kč na akcii. Výraznější pokles dividendy tak nepředpokládáme.

poměru 60 – 100 % z očištěného čistého zisku, pak námi predikovaný pokles očištěných čistých zisků v letech 2018, resp. 2019 k hranici 12,2 mld. Kč, resp. 13,5 mld. Kč indikuje (za předpokladu 100% výplatního poměru) dividendy vyplacené v letech 2019, resp. 2020 ve výši 23 Kč, resp. 25 Kč na akcii. To je zhruba 5% dividendový výnos. S očekávaným výraznějším zlepšením hospodaření od roku 2020 by se pak dividendy vyplacené v roce 2021 měla vrátit k současným úrovním poblíž 33 Kč.

Výše naznačený případný pokles dividend v letech 2019 a 2020 však v sobě nezohledňuje potenciální prodej bulharských aktiv, námi předpokládaný příznivý vývoj provozního cash flow, značný objem nerozdělených zisků a stále relativně nízkou míru zadlužení. To vše vytváří solidní finanční polštář k tomu, aby nemuselo dojít ve zmíněných letech k výraznější korekci dividendy.

V příštím roce téměř stabilní a v dalších letech postupně zotavující se realizační (prodejní) ceny elektřiny podle naší prognózy umožní nejdříve stabilní vývoj provozního cash flow kolem 50 mld. Kč (v letech 2018 a 2019) a následně od roku 2020 posun k úrovni 55 – 57 mld. Kč. To v kombinaci s předpokládanými CAPEX (investičními výdaji) v rozmezí 30 – 35 mld. Kč podle našeho názoru vytváří stále dostatečné volné cash flow k tomu, aby v letech 2019 a 2020 mohl ČEZ na dividendách vyplácet cca 15 - 16 mld. Kč, tedy alespoň 28 – 30 Kč na akcii. K vyplacení tohoto objemu dividend by neměla být překážkou ani míra zadlužení. Očekáváme, že s postupně rostoucí EBITDA bude poměr čistého dluhu k EBITDA klesat z letošní úrovně poblíž 2,5x až k hranici kolem 2,3x, resp. 2,1x v roce 2019, resp. 2020. Výplata dividendy poblíž 28 – 30 Kč v letech 2019 a 2020 by dle naší prognózy posunulo čistý dluh/EBITDA k cca 2,4x, resp. 2,2x násobku, což jsou úrovně neohrožující finanční stabilitu společnosti ani rating.

Navíc případný hotovostní příjem z prodeje bulharské distribuce v objemu cca 8 – 9 mld. Kč celkovou likvidní pozici ČEZu ještě výrazně vylepšuje a rovněž je potřeba brát v potaz poměrně značné nerozdělené zisky minulých let v objemu kolem 200 mld. Kč.

To vše jsou podle našeho názoru předpoklady, které managementu ČEZu umožní i v letech 2019 a 2020 udržet dividendu blíže hranici 30 Kč, a to i přes námi předpokládaný pokles čisté ziskovosti ke 12 – 14 mld. Kč v období 2018 – 2019.

Ocenění společnosti

Tabulka č.11: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2017	2018	2019	2020	2021	pokračující fáze
risk free rate (%)	1,70	1,80	1,90	2,00	2,10	2,50
market return (%)	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46	8,45
beta	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
equity risk premium (%)	5,53	5,43	5,34	5,24	5,15	5,71
cost of equity (%)	7,23	7,23	7,24	7,24	7,25	8,21
cost of debt (%)	3,60	3,70	3,80	3,80	3,90	4,00
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	2,88	2,96	3,04	3,04	3,12	3,20
equity weight	0,67	0,67	0,66	0,66	0,66	0,66
debt weight	0,33	0,33	0,34	0,34	0,34	0,34
WACC (%)	5,80	5,81	5,81	5,82	5,85	6,52

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

Tabulka č.12: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	23,8	21,8	23,5	27,9	29,8
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	19,0	17,4	18,8	22,3	23,8
depreciation	30,1	32,5	32,5	32,6	32,7
change in WC	-4,1	-1,5	1,6	-2,9	-2,3
CAPEX	30,7	30,9	32,5	32,6	34,0
CF to the firm	22,5	20,6	17,2	25,2	24,8
DCF	2,1	19,4	15,4	21,3	19,7
sum of the DCF	78,0				
terminal value	348,6				
net debt	129,4				
equity value	297,2				
number of shares (mil. ks)	534,2				
target price (CZK)	556				

zdroj: odhady a výpočty Fio

V naší nové analýze na energetickou společnost ČEZ přistupujeme ke zvýšení cílové ceny z 516 Kč na 556 Kč a potvrzujeme nákupní doporučení. Cílová cena se vztahuje k 12měsíčnímu investičnímu horizontu. Hlavním důvodem navýšení cílové ceny je pokračující zotavování tržních cen elektřiny, což vytváří potenciál pro výraznější zlepšení hospodaření od roku 2020. Ceny elektřiny se na energetických burzách odrazily ode dna začátkem roku 2016 a jejich růst pokračoval i v průběhu letošního roku, když od května forwardové kontrakty posílily o 25 – 30 % na několikaletá maxima. Ceny elektřiny se letos nesly zejména na vlně rostoucích cen uhlí a emisních povolenek, když uhlí bylo podporováno solidním vývojem čínské poptávky a na emisní povolenky pozitivně působilo vyjednávání ohledně reformy trhu s emisními povolenkami. Na další směřování tržních cen elektřiny máme stejný náhled jako v předchozí analýze. To znamená, že stále uvažujeme podpůrné faktory v podobě reformovaného trhu s emisními povolenkami a postupného odstavení německých jaderných i některých uhelných elektráren, které by podle našeho názoru ve střednědobém horizontu měly mírně převážit nad negativními vlivy v podobě dalšího rozvoje obnovitelných zdrojů energie v západní Evropě a rizika určité korekce cen energetického uhlí poté, co se referenční kontrakt pro západoevropský trh dostal na téměř čtyřletá maxima. Výše zmíněné podpůrné faktory by tak měly v nejbližších letech vytvářet půdu pro minimálně stabilní či mírně rostoucí tržní ceny elektřiny s pozitivním dopadem do cen, za které bude prodávat ČEZ.

Zatímco roky 2018 a 2019 ještě nebudou výrazně ovlivněny současným pozitivním vývojem na tržních cenách

elektřiny, když ČEZ má na toto období již předprodáno relativně vysoké objemy elektřiny z plánované výroby (na rok 2018 přes 80 %, na rok 2019 pak kolem 60 %), tak od roku 2020 je prostor pro významnější změnu. Na období let 2020 a 2021 má totiž ČEZ předprodáno zatím pouze cca 26 %, resp. cca 5 % elektřiny, což podle naší prognózy vytváří potenciál pro posun realizačních cen alespoň k hranici 35 EUR, resp. 36,5 EUR/MWh. To je oproti naší předchozí predikci navýšení cen o 11 – 16 % a vytváří to podmínky pro to, aby se EBITDA od roku 2020 dostala přes hranici 60 mld. Kč a očištěný čistý zisk do rozmezí 17 – 19 mld. Kč.

Na akcie ČEZu stále nahlížíme jako na atraktivní dividendový titul. V příštím roce předpokládáme, vzhledem k tomu, že letošní očištěný čistý zisk by se neměl příliš lišit od loňské úrovně, stabilní dividendu poblíž 33 Kč na akcii, což znamená téměř 7% dividendový výnos. Ačkoliv lze v letech 2018 a 2019 očekávat pokles čisté ziskovosti ke 12 – 14 mld. Kč, tak se domníváme, že příznivý vývoj provozního cash flow, relativně nízká míra zadlužení, vysoké objemy nerozdělených zisků či potenciální prodej bulharských aktiv vytvoří takovou likvidní pozici, že ČEZ nebude nucen výrazněji korigovat dividendu, a ta by se tak v letech 2019 a 2020 mohla pohybovat alespoň v rozmezí 28 – 30 Kč na akcii, což značí stále solidní dividendový výnos kolem 6 %. S předpokládaným opětovným posunem čisté ziskovosti k 17 – 19 mld. Kč se pak dividendy vyplacená v roce 2021 může vrátit k současným úrovním poblíž 33 Kč.

V posledních měsících se začíná stále více diskutovat o možném rozdělení ČEZu, a to v souvislosti s úvahami o výstavbě nových jaderných bloků. ČEZ potvrdil, že v současnosti probíhají analýzy na toto téma. Rozdělení by mohlo např. vypadat tak, že jedna část ČEZu bude obsahovat konvenční zdroje v podobě jaderných a uhelných elektráren a druhá část pak distribuci, prodej a obnovitelné zdroje. V konvenční části ČEZu by zřejmě stát chtěl získat 100% podíl a mohl by se posléze věnovat případné výstavbě jaderné elektrárny. Ve druhé části, jenž by zůstala obchodovaná na burze, by naopak stát mohl prodat většinu svého podílu. Případné dělení společnosti je zatím ve fázi úvah a analýz, neočekáváme, že v nejbližší době dojde k rozhodnutí. Je to totiž stále pouze jedna z variant, jak se postavit k uvažované výstavbě jaderných bloků (jedním ze scénářů je vyčlenění jaderných rozvojových aktivit do samostatné společnosti, v níž by stát vlastnil 100 %, ve hře je zřejmě i varianta garantovaných cen elektřiny). Podle aktuálního harmonogramu se očekává, že ke konkrétnějším debatám a rozhodnutím ohledně potenciální výstavby jaderných bloků a možných scénářů dojde v průběhu 1Q 2018. Z výše uvedeného je patrné, že každá z variant uvažuje nějakou formu státní účasti. Podle našeho názoru tak není pravděpodobné, že by k potenciální výstavbě jaderné elektrárny došlo bez vlivu státu, což vnímáme jako pozitivní signál pro minoritní akcionáře. Případné rozdělení společnosti bychom hodnotili jako příznivý impuls pro akcie ČEZ z důvodu odpadnutí rizik spojených s výstavbou nového jádra.

Vzhledem k tomu, že je nyní složité predikovat, zda vůbec dojde ke schválení výstavby nové jaderné elektrárny a jestli tím pádem vůbec nastane nějaká transformace ČEZu, tak naše nové ocenění neobsahuje rozdělení společnosti. Naše predikce hospodaření jsou tak založené na předpokladu, že struktura ČEZu zůstane ve stávající podobě.

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 průměrně 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.13: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

pokračující růst	WACC				
	6,12%	6,32%	6,52%	6,72%	6,92%
0,6%	566	538	512	488	465
0,8%	591	561	533	508	484
1,0%	618	586	556	529	503
1,2%	647	613	581	551	524
1,4%	678	641	607	576	547

zdroj: odhady Fio

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Stabilní společnost s působností ve střední a jihovýchodní Evropě.
- I přes nižší ceny elektřiny stále solidní marže v rozmezí 25 – 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.
- Vliv státu, politická rizika (stát prostřednictvím MFČR vlastní téměř 70 % akcií společnosti).
- Velká organizační struktura, nižší flexibilita společnosti.

• Příležitosti

- Potenciál rozšiřovat působení v segmentu energetických služeb prostřednictvím dceřiné firmy ČEZ ESCO.
- Působení na trhu zemního plynu, kam ČEZ úspěšně vstoupil v roce 2010 a stal se největším alternativním dodavatelem v ČR.
- Ve střednědobém horizontu potenciál určitého zotavení tržních cen elektřiny, a to zejména kvůli dosažení dohody nad vznikem tržní stabilizační rezervy pro emisní povolenky a rovněž díky odstavení jaderných a některých uhelných elektráren v Německu.
- Realizace úspor s cílem snížit provozní náklady a podpořit ziskovost.
- Silné pátevní uhelné zdroje – Tušimice, Prunéřov (obě komplexně zmodernizované elektrárny), Ledvice (nová elektrárna), Počerady.
- Po problémech s odstávkami v letech 2015 a 2016 potenciál výrazněji navýšit výrobu z jaderných elektráren

• 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 poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.

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

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

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

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

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, 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 reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. 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 spoluledoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu 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

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Přehled všech investičních doporučení včetně jejich historie je dostupný na internetových stránkách: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>

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