

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 696 Kč

ČEZ

Souhrn doporučení

Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	696 Kč
Předchozí doporučení (10.5.2018):	Držet
Předchozí cílová cena (10.5.2018):	556 Kč
Datum vydání:	4.10.2018

Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny

Tržní kapitalizace: 307 mld. Kč

Závěrečná cena k 3.10.2018 (čas 16:25): 572 Kč

Roční maximum (17.5.2018, čas 16:25): 590 Kč

Roční minimum (3.10.2017, čas 16:25): 440,10 Kč

Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP

Podíl v indexu PX: 19,6 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,79

Struktura akcionářů

Česká republika: 69,8 %

Free float: 30,2 %

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ



zdroj: www.fio.cz/e-broker

V naší nové analýze na společnost ČEZ zvyšujeme cílovou cenu z 556 Kč na 696 Kč a zároveň přistupujeme k navýšení investičního doporučení z „držet“ na „koupit“.

Výrazně se zotavující tržní ceny silové elektřiny, to je zcela zásadní fundamentální faktor, jenž stojí za zvýšením cílové ceny vztahující se k 12měsíčnímu investičnímu horizontu. Tržní ceny elektřiny od letošního prvního čtvrtletí zaznamenaly robustní růsty o desítky procent na několikaletá maxima. Růsty byly patrné po celé délce forwardové křivky, konkrétně roční kontrakt na německé energetické burze posílil o více než 65 % na úroveň kolem 55 EUR/MWh, dvouleté kontrakty přidaly zhruba 50 % na hladinu poblíž 50 EUR a víceleté kontrakty pak stouply v průběhu posledních šesti měsíců přibližně o třetinu do rozmezí 48 – 50 EUR. Napříč kontrakty tak vidíme nejvyšší ceny od roku 2011, resp. 2012.

Hlavní příčinou tohoto pozitivního trendu jsou ceny emisních povolenek, které se od začátku letošního roku zvýšily téměř trojnásobně na současné úrovni poblíž 20 EUR/t. Na trhu s emisními povolenkami se tak začala výrazněji projevovat dlouho diskutovaná, avizovaná a nakonec i schválená reforma evropského trhu s emisemi, jejíž vlajkovou lodí je vznik tzv. tržní stabilizační rezervy, která má od roku 2019 omezovat přebytek povolenek na trhu a tím tak vytvářet tlak na růst jejich cen. Podpurným faktorem cen elektřiny byly i rostoucí ceny černého energetického uhlí, které od letošních minim posílily o více než 30 % k úrovním atakujícím 100 USD/t, a to hlavně na pozadí stále solidní asijské poptávky po této komoditě.

Výše zmíněný růst tržních cen elektřiny významněji vylepší realizační ceny ČEZu v příštím roce, když očekáváme, že společnost by mohla ze svých výrobních zdrojů prodávat silovou elektřinu v průměru za cca 37 EUR/MWh. To je meziročně více o 17,5 % a zároveň navýšení naší předchozí prognózy o 5 EUR. Oproti našim předešlým předpokladům tak zřejmě dojde k výraznějšímu zlepšení ziskovosti již v příštím roce, kdy očekáváme růst provozního zisku EBITDA o cca 12 % y/y k hranici 58 mld. Kč a zvýšení očištěného čistého zisku o zhruba 34 % na úroveň poblíž 17,7 mld. Kč.

Pozitivní vývoj v realizačních cenách elektřiny a tedy i ve vývoji hospodaření ČEZu očekáváme i ve střednědobém horizontu. Byť se tržní ceny elektřiny aktuálně nacházejí na několikaletých maximech a nelze tak vyloučit krátkodobé výkyvy směrem dolů, tak z dlouhodobějšího pohledu nadále počítáme s faktory, jako jsou výše zmíněná reforma trhu s emisními

Tabulka č.1: Základní ukazatele

ČEZ	2015	2016	2017
Produktce elektřiny (GWh)	60 917	61 132	62 887
Instalovaný výkon (MW)	15 900	15 600	14 900
Výnosy (mil. Kč)	210 167	203 744	201 906
EBITDA (mil. Kč)	65 104	58 082	53 921
Čistý zisk* (mil. Kč)	27 666	19 640	20 698
P/E	11,45	16,09	14,15
P/S	1,15	1,14	1,33
ROA (%)	3,37	2,32	2,99
ROE (%)	7,84	5,44	7,40

zdroj: ČEZ, Bloomberg; *očištěný čistý zisk

povolenkami a odstavení německých jaderných a uhelných elektráren, které by měly ceny elektřiny na energetických burzách podporovat a minimálně je držet na nynějších vyšších úrovních. I v naší aktuální analýze se domníváme, že tyto podpůrné faktory by měly více než vyvažovat vlivy s negativním dopadem do cen elektřiny v podobě dalšího rozvoje obnovitelných zdrojů energie či rizika korekce cen uhlí.

Realizační ceny elektřiny by se tak podle našich odhadů měly **v roce 2020, resp. 2021 posunout k hladině 43 EUR, resp. 45 EUR**, což je navýšení prognózy z předchozích 35 EUR, resp. 36,5 EUR. Nejmenší objemy předprodané elektřiny má ČEZ na rok 2022 (ke konci letošního července cca 5 %) a zde má tudíž největší expozici vůči budoucímu vývoji tržních cen elektřiny. V případě postupného naplňování pozitivního vlivu výše zmíněných podpůrných faktorů by se pak **realizační cena v roce 2022 mohla dostávat do rozmezí 48 – 49 EUR/MWh**.

Poměrně výrazné navýšení prognózy realizačních cen elektřiny je zásadním pozitivním vlivem, jenž se podepisuje pod zvýšení výhledu hospodaření ve střednědobém horizontu a výrazně zastiňuje negativní faktory v podobě očekávaných vyšších nákladů na emisní povolenky, námi sníženého výhledu produkce elektřiny z důvodu konzervativnějšího pohledu na výrobu českých uhelných elektráren či možných pokračujících tlaků na mzdové náklady kvůli napjaté situaci na tuzemském trhu práce. Očekáváme tak, že v letech 2020, resp. 2021 se EBITDA posune k hranici 66 mld. Kč, resp. 68 mld. Kč a čistá ziskovost pak do rozmezí 24 – 26 mld. Kč. To je navýšení naší původní prognózy o 9 % na úrovni EBITDA, resp. 41 % na úrovni očištěného čistého zisku. **V roce 2022 se pak provozní ziskovost dle našich prognóz může dostávat až k hranici 73 mld. Kč a čistá ziskovost přiblížit 30 mld. Kč.**

V kontextu zvýšené prognózy hospodaření nahlížíme pozitivněji na výhled dividend. **Očekáváme, že ČEZ v příštím roce vyplatí stejnou dividendu jako letos, tedy 33 Kč na akcii** (stále slušný téměř 6% dividendový výnos), což je navýšení naší předchozí predikce z 28 – 30 Kč. Příznivý fundament projevující se v posunu realizační ceny elektřiny k 37 EUR s pozitivním dopadem do ziskovosti, potažmo do provozního cash flow, stále relativně nízké CAPEX v rozmezí 30 – 40 mld. Kč indikující free cash flow poblíž 20 mld. Kč, přijatelná míra zadlužení, jenž by se v roce 2019 mohla snižovat z úrovně kolem 2,5x na 2,2x čistý dluh/EBITDA či značný objem nerozdělených zisků mezi 180 – 190 mld. Kč, to vše jsou aspekty naznačující takovou likvidní pozici ČEZu, která by měla umožnit managementu společnosti i v příštím roce navrhnout stabilní dividendu. S předpokládaným dalším zlepšením ziskovosti pak **predikujeme v roce 2020, resp. 2021 posun dividendy na 35 Kč, resp. 40 Kč** a posouváme tak náš výhled z předešlých 28 – 30 Kč, resp. 32 Kč na akcii.

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

rok 2017	Výnosy ¹	EBITDA	EBIT
Výroba-tradiční energetika	54 381	19 062	4 308
<i>podíl na celku</i>	26,93%	35,35%	16,81%
Výroba-nová energetika	4 205	4 988	2 701
<i>podíl na celku</i>	2,08%	9,25%	10,54%
Distribuce	29 849	19 038	11 818
<i>podíl na celku</i>	14,78%	35,31%	46,13%
Prodej	106 138	4 611	4 459
<i>podíl na celku</i>	52,57%	8,55%	17,40%
Těžba	4 823	4 056	1 637
<i>podíl na celku</i>	2,39%	7,52%	6,39%
Ostatní	2 510	2 169	700
<i>podíl na celku</i>	1,24%	4,02%	2,73%
Celkem²	201 906	53 921	25 620

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

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 Rumunsko, Polsko a Bulharsko. V posledních dvou letech začal být ČEZ aktivní rovněž v Německu, kde investoval do větrných elektráren a do společnosti Elevion zaměřující se na energetické služby. ČEZ působí rovněž v Turecku, kde z 50 %, resp. ze 37,4 % spoluvlastní distribuční a výrobní aktiva. Turecká aktiva tak nejsou plně konsolidovaná do celkových čísel společnosti.

Podnikání ČEZu 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, Německo a ostatní země.

Segmenty výroba – tradiční energetika a distribuce jsou nejvýznamnějšími segmenty společnosti. Výroba – tradiční energetika v roce 2017 realizovala provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 19,1 mld. Kč a na celkové EBITDA se podílela 35 %. Naprostou většinu z této sumy pak ČEZ vygeneroval v ČR, konkrétně 17,9 mld. Kč. Segment distribuce v loňském roce vykázal rovněž EBITDA na úrovni 19 mld. Kč. I v tomto segmentu dominuje Česká republika se 16 mld. Kč.

Výkonnost všech segmentů za loňský rok a podíly jejich základních finančních ukazatelů na celkovém výsledku hospodaření společnosti shrnuje tabulka č.2.

Letošní EBITDA zisk očekáváme na úrovni 51,9 mld. Kč (-3,7 % y/y), očištěný čistý zisk pak ve výši 13,2 mld. Kč (-36,2 % y/y)

Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 1Q 2018

mld. Kč	1Q 2018	Konsensus trhu*	1Q 2017	y/y
Výnosy	45,4	53,0	52,8	-14,0%
EBITDA	17,5	17,8	19,0	-7,9%
EBIT	10,4	10,5	11,7	-11,1%
Čistý zisk	7,3	7,2	8,8	-17,0%
Zisk na akcii (Kč)	13,7	-	16,5	-17,0%

zdroj: ČEZ, *medián podle průzkumu společnosti ČEZ; pozn.: čistý zisk a zisk na akcii jsou očištěné o mimořádné vlivy; s ohledem na změnu účetní metodiky, ke které došlo od 1.1.2018, nejsou výnosy meziročně porovnatelné

Tabulka č.4: Hospodářské výsledky za 2Q 2018

mld. Kč	2Q 2018	Konsensus trhu*	2Q 2017	y/y
Výnosy	40,9	42,2	48,1	-15,0%
EBITDA	9,4	12,1	12,3	-23,6%
EBIT	2,3	4,7	5,6	-58,9%
Čistý zisk	0,6	2,6	8,2	-92,7%
Zisk na akcii (Kč)	1,1	-	15,4	-92,9%

zdroj: ČEZ, *medián podle průzkumu společnosti ČEZ; pozn.: čistý zisk a zisk na akcii jsou očištěné o mimořádné vlivy; s ohledem na změnu účetní metodiky nejsou výnosy meziročně porovnatelné

Očekávané výsledky hospodaření za rok 2018

Poprvé od roku 2013 v podstatě stabilní realizační (prodejní) ceny silové elektřiny. To je nejdůležitější prvek do letošních výsledků hospodaření. Průměrná realizační cena, za kterou ČEZ letos prodává silovou elektřinu z většiny svých výrobních zdrojů totiž činí 31,5 EUR/MWh, což je téměř totožná cena s loňskou úrovní pohybující se blízko 31 EUR. Poprvé od roku 2013 by tak nemělo dojít k výraznějším několikamiliardovým propadům na úrovni provozní ziskovosti. Výsledky na úrovni EBITDA zisku by tak letos měly vykázat daleko výraznější stabilitu než v minulosti, byť jak aktuální výhled managementu ČEZu, tak dosavadní vývoj hospodaření za první pololetí naznačuje, že budou spíše přeci jen mírně meziročně slabší.

Konkrétně ČEZ prozatím předpokládá letošní EBITDA v rozmezí 51 – 53 mld. Kč, což by byl pokles z loňských 53,9 mld. Kč. Naše první predikce z konce roku 2017 byly posazeny na úroveň poblíž 54 mld. Kč. Zejména slabší produkce elektřiny, než jsme původně předpokládali, však posouvá náš pohled na letošní EBITDA zisk k hranici 51,9 mld. Kč. Ukazuje se totiž, že hlavně výroba z tuzemských uhelných elektráren zaostává za očekáváním, a to i za predikcemi samotného ČEZu. Hlavní příčinou výpadků jsou zřejmě opravy generátoru v Prunéřově. Tato elektrárna se řadí (vedle Ledvic, Tušimic a Počerad) mezi pátevní uhelné zdroje ČEZu a tudíž každá delší odstávka má pak nepříznivý dopad do ziskovosti. Vedle toho jsou letos patrné delší odstávky také v elektrárnách Dětmorovice a Mělník. Výrobu z tuzemského uhlí tak očekáváme v blízkosti 24,9 TWh (-2,8 % y/y), zatímco původní odhady ČEZu hovořily o 3% růstu k hladině 26,4 TWh.

Přeci jen o něco výraznější produkci jsme očekávali rovněž ze strany jaderných elektráren. Podle našeho názoru potenciál výroby z jádra spadá alespoň do intervalu 30 – 31 TWh, úplně ideálně i mírně přes hranici 31 TWh. Být se objem výroby již dostává, po vleklých problémech z let 2015 a 2016, do standardních intencí, tak přeci jen i letos ČEZ vykázal zejména na Dukovanech několik menších neplánovaných odstávek. Proto aktuálně operujeme s výhledem 29,5 TWh, ČEZ je mírně optimističtější a prozatím letos očekává produkci z jádra ve výši 29,8 TWh.

Na úrovni očištěného čistého zisku je letos očekáván výraznější pokles. ČEZ ve své prognóze předpokládá snížení z loňských 20,7 mld. Kč do rozmezí 12 – 14 mld. Kč. Hlavní důvody této meziroční změny jsou již delší čas zřejmé a v ceně akcie započítané. Je to absence loňských mimořádných vlivů v podobě prodeje akcií MOL a prodeje nemovitostí (převážně bytů), což celkově vylepšilo loňskou čistou ziskovost o cca 5,6 mld. Kč. Naše aktuální predikce očištěného čistého zisku činí 13,2 mld. Kč a je mírně navýšena ve srovnání s naším původním odhadem posazeným na hladinu 12,2 mld. Kč. Hlavní příčinou vylepšeného očekávání jsou nižší odpisy, když ČEZ jednak mírně upravil metodiku výpočtu (prodloužil dobu odepisování) a jednak z odpisů vyčlenil bulharská aktiva, jenž jsou připravena k prodeji. V naší predikci počítáme i s rizikem souvisejícím s oslabováním turecké liry vůči dolaru, což negativně působí na výsledky tureckých společností patřící do skupiny ČEZ, a jenž vyčíslujeme na 1 – 1,5 mld. Kč. Proti tomuto vlivu jde nedávno oznámený příjem 0,7 mld. Kč plynoucí z úroků z prodlení. Tuto částku ČEZ obdržel od státu v souvislosti s dřívějšími spory ohledně darovací daně z emisních povolenek.

Výhled hospodaření ve znamení rostoucích cen elektřiny

Výsledky hospodaření za letošní rok jsou již víceméně dobře predikovatelné, neočekáváme žádný výraznější výkyv jak od našich prognóz, tak od výhledu samotného ČEZu. Předpokládaná ziskovost za rok 2018 tak již nemá na celkové ocenění společnosti významný dopad a v ceně akcie je podle našeho názoru z větší části započítaná. Daleko výraznější vliv na ocenění firmy, resp. cílovou cenu akcie ČEZu bude mít vývoj hospodaření od roku 2019 a dále. A ten vypadá pod vlivem rostoucích tržních cen silové elektřiny příznivě.

Tabulka č.5: Výhled hospodaření

mld. Kč	2018	2019	2020	2021	2022
Výnosy	171,1	181,1	194,1	197,0	201,3
EBITDA	51,9	58,1	66,0	68,4	72,9
EBIT	23,7	28,8	36,7	39,2	43,7
Čistý zisk	13,2	17,7	24,0	25,8	29,3

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

Tabulka č.6: Předchozí výhled zisků

mld. Kč	2017	2018	2019	2020	2021
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

Graf č.2: Vývoj ceny elektřiny od roku 2010 na německé burze (1Y kontrakt, EUR/MWh)



zdroj: Bloomberg

Graf č.3: Vývoj ceny emisních povolenek od roku 2010 (EUR/t CO₂)



zdroj: Bloomberg

Tržní ceny elektřiny zažívají od letošního prvního čtvrtletí silně rostoucí trend. Roční kontrakt se na německé burze během posledních měsíců vyšplhal z úrovně kolem 33 EUR/MWh až k hladině poblíž 55 EUR, což jsou nejvyšší ceny od druhé poloviny roku 2011 (viz. graf č.2). Rovněž dvouletý kontrakt je na mnohaletých maximech, od letošních jarních měsíců se posunul z cca 33 EUR až k cenám kolem 50 EUR, tedy nejvýše od prvního pololetí roku 2012. Obdobně se vyvíjely i delší kontrakty, tzn. na roky 2021 a 2022, které se aktuálně nachází v rozmezí 48 – 50 EUR, na nejvyšších úrovních od druhé poloviny roku 2012.

Ceny elektřiny podporované zejména růstem cen emisních povolenek

Hlavní příčinu tohoto růstového trendu na elektřině shledáváme ve výrazně se zotavujících cenách emisních povolenek (viz. graf č.3). Ceny povolenek od začátku roku 2018 předvedly rapidní vzestup z úrovně 7 – 8 EUR za tunu vypuštěných emisí oxidu uhličitého až k současné hladině mírně přesahující 20 EUR/t (letos v září se maxima dokonce pohybovaly poblíž 25 EUR) a aktuálně jsou tak nejvýše od poloviny roku 2011.

S rostoucím trendem ve vývoji cen povolenek jsme v našich predikcích dlouhodobě počítali, a to kvůli chystané reformě systému obchodování s povolenkami (EU ETS), jež byla evropskými institucemi na konci loňského, resp. začátkem letošního roku schválena a jejíž vlajkovou lodí je vznik tržní stabilizační rezervy (MSR) mající za cíl omezovat přebytek povolenek na trhu a tlačít ceny povolenek vzhůru. Jak jsme již předesílali v předchozích analýzách, vznik MSR je naplánován na začátek roku 2019.

Růst cen emisních povolenek během letošního roku však výrazně předčil naše očekávání, jež počítala s pozvolnějším vývojem s odrazem od úrovně 7 – 8 EUR k hladině cca 10 EUR dosažené v průběhu roku 2019 a v letech 2020 a 2021 pak postupně do rozmezí 10 – 15 EUR. Odhady trhu byly rovněž výrazněji překonány, tržní konsensy z počátku letošního roku totiž

Elektřina podporována rovněž rostoucími cenami uhlí, které od letošních minim posílily o cca 34 %

Reforma trhu s emisními povolenkami, postupné uzavírání německých konvenčních výrobních zdrojů, s těmito faktory podporující ceny elektřiny nadále v naší analýze počítáme

cílovaly cenu emisní povolenky na konci roku 2018 kolem úrovně 9,5 EUR, na konci roku 2019 poblíž 12 EUR a v roce 2020 pak blízko 16 EUR.

Tržní ceny elektřiny byly během posledního půl roku podporovány také rostoucími cenami černého energetického uhlí. Západoevropský referenční kontrakt, uhlí ARA, se od letošních březnových minim kolem 73 USD/t dostal až k 98 USD, na nejvyšší úrovně od začátku roku 2013. Cena uhlí byla v posledních cca šesti měsících tlačena vzhůru stále poměrně silnou asijskou poptávkou. Čína, největší světový dovozce černého uhlí, zvýšila za prvních pět měsíců letošního roku dovozy této komodity o cca 10 %. Další významný globální hráč Indie zvýšila za stejné období importy o zhruba 3 %, slušná poptávka je patrná rovněž z Japonska či Jižní Koreje. Když se k rostoucí poptávce navíc přičtou jisté problémy na straně nabídky, jako např. regulační omezení exportů z Indonésie či problémy s dodávkami z Jižní Afriky kvůli omezením v oblasti infrastruktury, pak výsledkem je výše zmíněný nárůst ceny uhlí k téměř 100 USD.

Pozitivní vývoj v tržních cenách elektřiny výrazně vylepšuje realizační ceny ČEZu v následujících letech

Tržní ceny elektřiny, jak uvádíme výše, během posledních měsíců výrazně vzrostly a nachází se na několikaletých maximech. Růst byl tak robustní, že překonal jak naše očekávání, tak zřejmě i odhady většiny trhu. Přestože na těchto vysokých úrovních může být v následujícím období patrná určitá volatilita či nelze vyloučit krátkodobé výkyvy směrem dolů, tak z dlouhodobějšího pohledu se domníváme, že tržní ceny elektřiny na energetických burzách by spíše měly setrvávat na vyšších úrovních a výrazně se tak promítnout do prodejních cen ČEZu v následujících letech.

Stejně jako v předchozí analýze totiž nadále počítáme s faktory, které by v budoucnu měly být podporou pro ceny elektřiny. Vedle výše zmíněné reformy trhu s emisními povolenkami, jenž bude nastartována od roku 2019 a která by měla minimálně zabránit opětovnému propadu cen povolenek či je spíše ještě posouvat nahoru, zůstává důležitým aspektem rovněž plánované omezování německých konvenčních výrobních kapacit jak v podobě uzavírání jaderných, tak i uhelných elektráren. Zejména uzavírání jaderných elektráren je již delší čas přesně naplánované a zatím to nevypadá, že by Německo v tomto směru nějak změnilo své uvažování. Tento proces, jenž byl nastartován již v roce 2011 na popud jaderné katastrofě v japonské Fukušimě, bude vrcholit v letech 2021 a 2022, kdy by mělo být uzavřeno celkem 8539 MW instalovaného výkonu, ještě před tím, na konci roku 2019, bude uzavřena jaderná elektrárna Philippsburg 2 o výkonu 1468 MW.

Nastavení německé energetiky však podle našeho názoru směřuje i k postupnému odklonu od výroby elektřiny z uhlí. Postupný přesun 2700 MW výkonu do kapacitní rezervy do konce roku 2019 s následným jeho úplným uzavřením do roku 2023 bude zřejmě jen první „střípek“ do mozaiky, když je uvažováno, že do roku 2030 by mohla být uzavřena zhruba polovina německých uhelných elektráren, tzn. cca 20000 MW instalovaného výkonu a zbytek pak mezi lety 2035 a 2038. Konkrétní závěry ohledně výraznějšího odklonu od německého uhlí by měly být známy na konci letošního roku, kdy Komise pro růst, strukturální změny a zaměstnanost představí výsledky své analýzy.

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

rok	2019	2020	2021	2022
cena	37	43	45	48,5

zdroj: odhady Fio

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

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

zdroj: odhady Fio

Rostoucí tržní ceny elektřiny z průběhu letošního roku by měly zajistit výraznější zlom v ziskovosti již od roku 2019, konkrétně očekáváme posun EBITDA, resp. očištěného čistého zisku k 58 mld. Kč, resp. 17,7 mld. Kč

Zvýšení prognózy realizačních cen elektřiny posouvá výhled EBITDA, resp. očištěného čistého zisku pro roky 2020 a 2021 přes hranici 65 mld. Kč až k úrovním přibližujícím se 70 mld. Kč, resp. k hladině 24 – 26 mld. Kč

Byť je potřeba brát stále v potaz vlivy s negativním dopadem do cen elektřiny, jako další rozvoj obnovitelných zdrojů či zvyšující se pravděpodobnost určité korekce cen uhlí poté, co se letos dostává na nová několikaletá maxima (do cen uhlí se může nepříznivě projevit např. riziko regulatorních opatření ze strany Číny, riziko zpomalení globálního ekonomického růstu kvůli obchodním válkám mezi USA a Čínou nebo snižující se hodnoty předstihových indikátorů PMI naznačující zpomalující průmyslovou aktivitu v Evropě), tak i nadále ve svých předpokladech počítáme s tím, že výše zmíněné faktory podporující ceny elektřiny budou převažovat.

V kontextu výše uvedeného tak výrazněji navyšujeme naši predikci prodejních (realizačních) cen, za které bude ČEZ v následujících letech prodávat silovou elektřinu ze svých zdrojů. Oproti původním předpokladům by výraznější zlom v realizačních cenách měl nastat již v příštím roce, kdy by ČEZ mohl dle našich odhadů v průměru prodávat za ceny poblíž 37 EUR/MWh, což by znamenalo nárůst z letošních 31,5 EUR (+17,5 % y/y) a navýšení naší predikce z původních 31,8 EUR. ČEZ měl koncem července předprodáno na příští rok cca 77 % elektřiny za 32,8 EUR. Výše zmíněný robustní růst tržních cen elektřiny z posledních měsíců k úrovním 50 – 55 EUR indikuje, že finální realizační cena ČEZu kolem 37 EUR se jeví jako dosažitelná. Na rok 2020 měl ČEZ v létě předprodáno přibližně 48 % elektřiny s dosaženou průměrnou cenou 36,1 EUR. Aktuální i námi předpokládaný budoucí příznivý vývoj cen na energetických burzách pak poskytuje prostor postupně doprodávat zbytek za ceny poblíž 50 EUR, což pak naznačuje finální realizační cenu kolem 43 EUR (+16,2 % y/y) a vylepšení naší předchozí prognózy o 8 EUR. Na roky 2021 a 2022 má ČEZ předprodány nejmenší objemy elektřiny, konkrétně ke konci července to bylo 19 %, resp. 5 %, je tam tedy logicky největší expozice vůči budoucímu vývoji tržních cen. Podle našich odhadů by mohl ČEZ v letech 2021, resp. 2022 prodávat silovou elektřinu za cca 45 EUR, resp. 48,5 EUR/MWh, když původně jsme očekávali ve střednědobém horizontu 36 – 37 EUR.

Takovéto zvýšení výhledu realizačních cen je zásadním pozitivním fundamentálním faktorem, jenž výrazně zastiňuje negativní vlivy v podobě očekávaných rostoucích nákladů na emisní povolenky, námi sníženého výhledu výroby elektřiny z důvodu konzervativnějšího pohledu na produkci českých uhelných elektráren či možných pokračujících tlaků na růst mzdových nákladů kvůli stále napjaté situaci na tuzemském trhu práce. Faktor vyšších realizačních cen elektřiny se tak výrazně podepisuje pod navýšení naší prognózy hospodaření ČEZu a posouvá cílovou cenu o 25 % výše na hladinu 696 Kč.

Ve srovnání s předchozí analýzou tedy očekáváme ztelnější zlepšení ziskovosti již v příštím roce, kdy predikujeme nárůst EBITDA o téměř 12 % y/y na úroveň kolem 58,1 mld. Kč a zvýšení očištěného čistého zisku o cca 34 % y/y k hladině 17,7 mld. Kč. Pozitivní trend ve vývoji hospodaření by dle našich odhadů měl pokračovat i v letech 2020, resp. 2021 s růstem EBITDA k úrovním poblíž 66 mld. Kč, resp. 68 mld. Kč a čistě ziskovosti k cca 24 až 26 mld. Kč. V delším horizontu, v roce 2022, v případě, že se budou naplňovat naše předpoklady ohledně vývoje tržních cen elektřiny, se provozní ziskovost může dostávat k hranici 73 mld. Kč a čistá ziskovost se přibližovat k hladině 30 mld. Kč (viz. tabulky č.5 a 6).

V příštím roce očekáváme meziročně stabilní dividendu ve výši 33 Kč na akcii, což značí slušný téměř 6% dividendový výnos

Tabulka č.9: Výhled dividend 2019 – 2022

2019	2020	2021	2022
33	35	40	43

zdroj: odhady Fio

Dividendová politika

V kontextu zvýšeného výhledu hospodaření nahlížíme ve srovnání s naší předchozí analýzou o něco optimističtěji na dividendovou politiku. Očekáváme, že by ČEZ mohl v příštím roce udržet stabilní dividendu ve výši 33 Kč na akcii, což je vylepšení našeho předchozího výhledu, jenž počítal s úrovní 28 – 30 Kč. Stále platná dividendová politika společnosti, v rámci které se jako základna pro výpočet dividendy bere v potaz očištěný čistý zisk, sice naznačuje, že by dividendy vyplacené v roce 2019 měla klesnout k úrovním 22 – 25 Kč, ale podle našeho názoru nebude mít management ČEZu důvod takto nízkou dividendu navrhnout.

Významně zlepšený fundament na trzích s elektřinou indikující výrazně lepší realizační cenu elektřiny v příštím roce než se původně předpokládalo s pozitivním dopadem do ziskovosti potažmo do provozního cash flow, investiční výdaje (CAPEX) nijak zásadně nevybočující z úrovní obvyklých pro poslední roky, což dle našich odhadů značí free cash flow poblíž 20 mld. Kč, přijatelná míra zadlužení, kterou v roce 2019 očekáváme poblíž úrovní 2,2x čistý dluh/EBITDA či stále vysoký objem nerozdělených zisků minulých let ve výši 180 - 190 mld. Kč, to vše jsou podle našeho názoru aspekty, které vytváří natolik silnou likvidní pozici, že by mělo být v silách společnosti i v roce 2019 vyplatit dividendu na úrovni 33 Kč, tzn. v celkovém objemu 17,8 mld. Kč. A to bez ohledu na to, zda se ČEZu nakonec podaří dotáhnout do konce prodej bulharských aktiv, což by případně vylepšilo cash flow o cca 8,4 mld. Kč. Věříme tedy, že management ČEZu na jaře příštího roku přehodnotí dosavadní dividendovou politiku navázanou na očištěný čistý zisk s tím, že důraz bude více kladen na vývoj provozního cash flow, resp. free cash flow.

S předpokládaným dalším nárůstem ziskovosti ve střednědobém horizontu vidíme prostor k dividendám ve výši 35 Kč, resp. 40 Kč na akcii vyplacených v letech 2020, resp. 2021 a posouváme tak náš výhled z předešlých 28 – 30 Kč, resp. 32 Kč.

Potenciální transformace ČEZu

Naše predikce hospodaření a z toho vyplývající nové ocenění společnosti jsou založené na předpokladu, že struktura ČEZu zůstane ve stávající podobě. Nový analytický report tak nekalkuluje s možným dělením či jinou formou transformace ČEZu, které jsou minimálně od loňského roku předmětem diskusí a analýz mezi managementem společnosti a vládními představiteli v souvislosti s uvažovanou výstavbou nových jaderných bloků. V současnosti lze těžko předjímat, jaká konkrétní forma transformace společnosti bude zvolena, zda k ní vůbec dojde či jestli vůbec někdy bude samotná výstavba nových bloků skutečně započata. Konkrétnější závěry týkající se modelu financování výstavby uvažované nové jaderné elektrárny a z toho pak vyplývající možné změny ve struktuře ČEZu by dle dřívějších vyjádření vládních představitelů a managementu společnosti měly být známé koncem letošního roku.

Náš názor na danou problematiku neměníme. Zapojení státu do případné výstavby nových jaderných bloků, ať již prostřednictvím rozdělení společnosti, jiné formy transformace v rámci Skupiny či podpůrného schématu mající např. podobu garantovaných cen elektřiny bychom vnímali jako příznivý signál pro minoritní akcionáře a pozitivní impuls pro akcie ČEZu z důvodu odpadnutí rizik spojených s touto stavbou, která by převzal stát.

Ocenění společnosti

Tabulka č.10: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2018	2019	2020	2021	2022	pokračující fáze
risk free rate (%)	2,20	2,30	2,40	2,50	2,60	2,70
market return (%)	8,80	8,90	9,00	9,10	9,20	10,00
beta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
equity risk premium (%)	5,21	5,21	5,21	5,21	5,21	5,77
cost of equity (%)	7,41	7,51	7,61	7,71	7,81	8,47
cost of debt (%)	3,80	3,90	4,00	4,10	4,20	4,30
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	3,04	3,12	3,20	3,28	3,36	3,44
equity weight	0,65	0,65	0,66	0,66	0,68	0,68
debt weight	0,35	0,35	0,34	0,34	0,32	0,32
WACC (%)	5,90	5,98	6,09	6,21	6,38	6,84

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

Tabulka č.11: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	23,7	28,8	36,7	39,2	43,7
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	19,0	23,0	29,4	31,4	35,0
depreciation	28,3	29,3	29,3	29,2	29,3
change in WC	-2,2	-2,0	1,3	1,4	1,4
CAPEX	30,7	36,9	32,7	31,6	31,5
CF to the firm	18,8	17,4	24,7	27,6	31,3
DCF	4,4	16,4	21,9	23,0	24,4
sum of the DCF	90,2				
terminal value	410,7				
net debt	129,0				
equity value	371,9				
number of shares (mil. ks)	534,2				
target price (CZK)	696				

zdroj: odhady a výpočty Fio

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				
	6,44%	6,64%	6,84%	7,04%	7,24%
0,6%	708	676	647	619	594
0,8%	735	702	671	642	614
1,0%	765	729	696	665	636
1,2%	797	759	723	690	660
1,4%	832	791	753	717	685

zdroj: odhady Fio

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Stabilní společnost s působností ve střední a jihovýchodní Evropě.
- Vhodný výrobní mix, od bezemisních jaderných elektráren, OZE až po účinné uhelné elektrárny napájené z vlastních dolů
- 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

- Významnější zotavení tržních cen elektřiny vytváří v kratším i střednědobém horizontu potenciál pro výraznější zvýšení cen silové elektřiny, za které ČEZ bude prodávat ze svých elektráren.
- Potenciál navýšení výroby z jaderných elektráren do rozmezí 30 – 31 TWh.
- Silné páteční uhelné zdroje – Tušimice, Pruněřov (obě komplexně zmodernizované elektrárny), Ledvice (nová elektrárna), Počerady.
- 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.
- Realizace úspor s cílem snížit provozní náklady a podpořit ziskovost.

• Hrozby

- Riziko nestability regulatorních a legislativních podmínek v jihovýchodní Evropě.
- Riziko poklesu cen černého energetického uhlí s negativním dopadem do tržních cen elektřiny.
- Nejistoty ohledně vývoje regulace evropské energetiky.
- V návaznosti na předchozí bod hrozba poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.
- Negativní dopady oslabování turecké liry vůči dolaru do hospodaření tureckých společností a přidružených podniků.

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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) 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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. 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.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přijme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

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.

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti ČEZ naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/11392-cez>. Uvedený seznam obsahuje informace o datu vydání investičního doporučení, typu doporučení, cílové ceně a ceně v době zveřejnění doporučení, investičním horizontu či totožnosti příslušného analytika Fio banky, a.s.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akci naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílů jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

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