

**Doporučení: Akumulovat**  
**Cílová cena: 923 Kč**

<b>ČEZ</b>	
<b>Souhrn doporučení</b>	
<b>Doporučení:</b>	<b>Akumulovat</b>
<b>Cílová cena (12M):</b>	<b>923 Kč</b>
Předchozí doporučení (6.10.2021):	Akumulovat
Předchozí cílová cena (6.10.2021):	870 Kč
<b>Datum vydání:</b>	<b>25.1.2022</b>

\* investiční výzkum na akcie ČEZ zveřejněný dne 6.10.2021 je k dispozici [zde](#)

#### Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
Tržní kapitalizace: 429 mld. Kč
Závěrečná cena k 24.1.2022 (čas 16:25): 796,5 Kč
Roční maximum (23.12.2021, čas 16:25): 838 Kč
Roční minimum (22.2.2021, čas 16:25): 515 Kč
Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP
Podíl v indexu PX: 20,9 %
Koeficient beta oproti indexu PX: 0,85

#### Struktura akcionářů

Česká republika: 69,8 %
Free float: 30,2 %

Aktualizujeme cílovou cenu na akcie ČEZ z **870 Kč na 923 Kč při stávajícím doporučení „akumulovat“**. Reflektujeme očekávané výraznější zlepšení hospodaření v letech 2022 a 2023.

Nevídaná dynamika na energetických trzích pokračovala i v posledním čtvrtletní loňského roku. Zejména na evropském trhu se zemním plynem nadále panovala nervozita. Pokračující výkyvy v dodávkách ruského plynu, zvyšující se poptávka před zimním obdobím, nedostatečně naplněné evropské zásobníky, to vše vytvářelo silný tlak na tržní ceny plynu v Evropě, které tak dosahovaly nových historických maxim. Vedle toho během podzimu a začátku zimy ještě více vzrostly ceny emisních povolenek, **a to z 50 – 60 EUR/tCO<sub>2</sub> až k rekordním úrovním poblíž 90 EUR.**

Na výše uvedené faktory pak velmi výrazně reagovaly ceny elektřiny na energetických burzách. Z pohledu celoroční báze **největší pohyby byly patrné na ročních a dvouletých kontraktech, tedy na dodávkách elektřiny pro roky 2022 a 2023.** Roční kontrakt z říjnového vrcholu dosahujícího v jednu chvíli až 160 EUR/MWh nejprve v listopadu zkorigoval k cca 110 EUR, aby pak poté na začátku prosince nabral směr vzhůru ke 190 EUR a pak dokonce přes hranici 300 EUR vykázaných v polovině prosince. Výraznou dynamiku zaznamenal i dvouletý kontrakt, jenž se od začátku loňského října posunul z hladiny kolem 85 EUR o zhruba 68 % výše na úroveň přesahující 140 EUR z konce prosince. Pozitivní trend se projevoval i na delším konci forwardové křivky, když kontrakty na roky 2024, resp. 2025 se během posledního loňského kvartálu posouvaly ze 70 – 75 EUR na cca 90 – 100 EUR.

Tento vývoj tržních cen silové elektřiny se podle našich odhadů výrazněji projeví **již do letošních výsledků hospodaření s tím, že vrchol ziskovosti ČEZu by mohl nastat v roce 2023.** Pro roky 2022 a 2023 tak přistupujeme k vylepšení naší říjnové predikce hospodaření. Ačkoliv ČEZ měl ke konci loňského září prodáno na letošní rok již téměř 80 % elektřiny v základním zatížení za 54,1 EUR/MWh, tak výše naznačené bezprecedentní růsty ročních kontraktů ve 4Q 2021 ještě podle našeho názoru podstatně vylepší realizační cenu ČEZu na letošní rok.

Naši předchozí prognózu realizační ceny ve výši 63 EUR tak upravujeme na 67,6 EUR, což nám posouvá predikci letošního **provozního zisku EBITDA z původních 68,3 mld. Kč na 72,3 mld. Kč.** Oproti námi předpokládané EBITDA za rok 2021 ve výši 60,9 mld. Kč (poslední výhled ČEZu činí 59 – 60 mld. Kč) by se tak jednalo o velmi slušný téměř 19% růst.

**Graf č. 1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ**


zdroj: www.fio.cz/e-broker

Na úrovni očištěného čistého zisku čekáme **zlepšení z loňských 21,5 mld. Kč na 28,8 mld. Kč**. To je pouze o 1 mld. více oproti naší předchozí predikci, a to zejména kvůli vyšším než původně předpokládaným odpisům, které ČEZ navýšil zejména z důvodu zkrácení doby životnosti svých uhelných elektráren.

Ještě daleko zajímavěji vidíme, v kontextu nedávaného i současného vývoje na energetických burzách, hospodaření ČEZu v roce 2023. Vzhledem k tomu, že ČEZ měl ke konci loňského září na rok 2023 předprodáno zatím jen 49 % elektřiny, resp. ke konci roku 2021 by objem předprodejů měl dle našich odhadů činit cca 57 %, tak expozice na rok 2023 je stále relativně otevřená, což poskytuje značný prostor nadále profitovat z vysokých tržních cen elektřiny.

Kontrakty na rok 2023 v posledních týdnech, hlavně vlivem určité korekce na cenách zemního plynu, již poklesly z rekordních úrovní kolem 140 - 145 EUR do rozmezí 115 – 130 EUR. V letošním roce navíc konzervativně počítáme jak s pokračujícím uvolněním na trhu s plynem v souvislosti s očekávaným zprovozněním plynovodu Nord Stream II, tak s uklidněním situace na trhu s emisními povolenkami s ustálením jejich cen v intervalu 70 – 80 EUR, což by celkově mohlo resultovat v další možný pokles ročního kontraktu na elektřinu k úrovním 100 – 110 EUR. I přesto aktuálně **odhadujeme, že cena, za kterou bude ČEZ v roce 2023 prodávat silovou elektřinu by se mohla vyšplhat k 81,3 EUR/MWh**. To je o téměř 12 EUR více než v předchozí prognóze. A přestože stále větším limitujícím faktorem budou náklady na emisní povolenky, když podle našich odhadů se ČEZu v příštím roce zvedne jejich průměrná nákupní cena z letošních cca 39 EUR na 55 – 60 EUR, tak vliv vysokých cen silové elektřiny by měl být natolik výrazný, že předpokládáme významnější posun v ziskovosti ČEZu. **EBITDA zisk za rok 2023 podle našich nejnovějších odhadů vzroste o 16 % na 83,9 mld. Kč, což pak indikuje čistou ziskovost ve výši 37,7 mld. Kč.**

Ve výhledech pro střednědobý horizont, tedy na roky 2024 a 2025, zůstáváme opatrnější a ponecháváme provozní ziskovost na téměř **stejných úrovních jako v předchozí predikci, tedy poblíž 77 mld. Kč, resp. 76 mld. Kč.**

Do našich aktuálních odhadů totiž výrazněji promlouvají vysoké ceny emisních povolenek. A jelikož se nedomníváme, že EU ve své klimatické politice výrazně otočí směr, jenž by v dohledné době vedl k větší korekci cen povolenek (což nám signalizuje, že ČEZ bude **v letech 2024, resp. 2025 nakupovat povolenky za cca 65 - 70 EUR, resp. 70 – 75 EUR**), tak bude v delším období čím dále větší tlak na spread mezi prodejní (realizační) cenou elektřiny a nákupní cenou povolenky s negativním dopadem do marží a ziskovosti ČEZu. Zatímco totiž tržní ceny elektřiny u kontraktů na roky 2024 a 2025 jsou výrazně níže než na rok 2023 (tzn. forwardová křivka u elektřiny je stále klesající), tak kontrakty na emisní povolenky se drží stabilní na vyšších úrovních. Byť i v našich odhadech realizačních cen elektřiny na rok 2024, resp. 2025 zohledňujeme nedávný pozitivní sentiment na energetických trzích a navyšujeme je o 6 – 7 EUR na cca 79 EUR/MWh, tak efekt nadále se zvyšujících nákladů na emisní povolenky zřejmě převáží, což drží naši střednědobou predikci ziskovosti na obdobné úrovni jako v předchozí analýze. To je hlavní důvod proč, vedle úpravy čistého dluhu a rostoucích tržních úrokových sazeb zvyšujících diskontní sazbu, cílovou cenu na akcie ČEZ výrazněji nenavyšujeme.

Tabulka č.1: Výhled dividend 2022 – 2025

2022	2023	2024	2025
43	52	66	57

zdroj: odhady Fio

Pohled na dividendovou politiku zůstává nadále pozitivní. Výhled na letošní dividendu neměníme. Po loňské mimořádné výplatě ve výši 52 Kč na akcii, letos předpokládáme **pokles dividendy na 43 Kč**. I tak by se jednalo o slušný více než 5% dividendový výnos. S námi očekávaným výraznějším růstem ziskovosti by však výplata dividend mohla od příštího roku nabrat významně pozitivní trend. Zatímco dividendu v roce 2023 víceméně **potvrzujeme na úrovni 52 Kč na akcii, tak pro rok 2024 s ohledem na předpokládaný vrchol ziskovosti v roce 2023 její odhad zvyšujeme o 8 Kč na cca 66 Kč**, což indikuje atraktivní 8% dividendový výnos. S odhadovaným poklesem čistého zisku za rok 2024 k hranici 32 mld. Kč pak dividendu v roce 2025 aktuálně vidíme na 57 Kč na akcii.

## Ocenění společnosti

**Tabulka č.2: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC**

	2022	2023	2024	2025	pokračující fáze
risk free rate (%)	3,30	3,50	3,40	3,30	3,00
market return (%)	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
beta	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
equity risk premium (%)	5,70	5,53	5,61	5,70	5,95
cost of equity (%)	9,00	9,03	9,01	9,00	8,95
cost of debt (%)	3,30	3,60	3,50	3,40	4,00
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	2,64	2,88	2,80	2,72	3,20
equity weight	0,65	0,65	0,64	0,63	0,63
debt weight	0,35	0,35	0,36	0,37	0,37
WACC (%)	6,77	6,90	6,75	6,66	6,81

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

**Tabulka č.3: Model diskontovaného cash flow**

mld. Kč	2022	2023	2024	2025
EBIT	42,3	53,5	46,7	44,9
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	33,8	42,8	37,3	35,9
depreciation	30,1	30,4	30,6	30,8
change in WC	-1,8	-3,0	-5,4	-6,2
CAPEX	39,3	36,9	39,6	38,5
CF to the firm	26,3	39,3	33,8	34,3
DCF	24,7	34,4	27,8	26,5
sum of the DCF	113,3			
terminal value	503,6			
net debt	122,6			
equity value	494,2			
number of shares (mil. ks)	535,5			
<b>target price (CZK)</b>	<b>923</b>			

zdroj: odhady a výpočty Fio, ČEZ

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.

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

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

Všechny 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 nenese 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 zájmům 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** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

**Akumulovat** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5% až -5%

**Redukovat** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro vstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %.

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](http://www.fio.cz)