

2. 2. 2023

Doporučení: Držet

Cílová cena (12měsíční): 951 Kč

Předchozí doporučení (22. 12. 2022): Koupit

Předchozí cílová cena (22. 12. 2022): 951 Kč

Závěrečná cena k 2. 2. 2023: 911,50 Kč

Akcie ČEZ od vydání naší poslední analýzy z konce loňského prosince posílily o zhruba 20 % na úroveň poblíž 900 Kč a postupně naplňují námi vkládaný investiční potenciál. Přistupujeme tak ke změně doporučení ze stupně „koupit“ na „držet“. Cílovou cenu ve výši 951 Kč potvrzujeme. Akcie ČEZ se ve druhé polovině prosince odrazily od lokálních minim kolem 750 Kč. Na těchto úrovních se potvrdil náš předpoklad, že regulační zásahy v podobě stanovení stropů tržních cen elektřiny a zavedení mimořádného zdanění byly v ceně akcie již započítány. Od konce loňského roku tak titul začal podle našeho názoru opět více reflektovat očekávanou rekordní ziskovost společnosti a dividendu za rok 2022. Navíc v posledních dvou týdnech na kapitálovém trhu po nějakém čase zase výrazněji akcentoval efekt očekávané transformace ČEZu, což posunulo cenu akcie až k hladině 930 Kč. Pomineme-li faktor plánované výstavby nového jaderného zdroje, tak energetická krize vyvolaná konfliktem na Ukrajině byla v loňském roce tím katalyzátorem, který opět otevřel otázku restrukturalizace společnosti ČEZ. Z různých vyjádření vládních představitelů je patrné, že rozhodnutí v tomto směru zřejmě padne v průběhu letošního roku. Záměrem vlády je plně ovládnout výrobní aktiva ČEZu. Nejpravděpodobnější variantou transformace je tedy podle našeho názoru rozdělení společnosti na výrobní a distribuční část s tím, že ve výrobní části by stát získal 100% podíl a v distribuční části by svoji roli upozadil. Výrazně hodnotnější by měla být výrobní část, která díky vysokým tržním cenám elektřiny v současnosti tvoří cca 75 % provozní ziskovosti, včetně těžby (u níž rovněž z logiky věci předpokládáme plný přesun pod státní vliv) je to pak cca 80 %. Toto rozložení v ziskovosti by pak mělo být reflektováno v ocenění výše zmíněných částí ČEZu a ve výsledných nabídnutých podmínkách minoritním akcionářům. Akcie ČEZ se přiblížily naší cílové ceně 951 Kč. Fundamentální pohled na tento akciový titul nemáme důvod měnit, predikci hospodaření ponecháváme. Vedle toho jsme nadále toho názoru, že plánovaná transformace společnosti, i přes možná politická rizika, v sobě skýtá potenciál pro hodnotu minoritních podílů. Za daných okolností doporučujeme držet pozici, využít dividendového potenciálu a eventuálně vyčkat na případné vládní kroky ohledně restrukturalizace.

Upozorňujeme, že v porovnání s posledním námi publikovaným investičním výzkumem týkajícím se akcií společnosti ČEZ nyní pouze aktualizujeme stupeň investičního doporučení k těmto akciím. Níže přikládáme poslední námi publikovaný investiční výzkum týkající se akcií společnosti ČEZ.

ČEZ

Souhrn doporučení

Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	951 Kč
Předchozí doporučení (15.7.2022):	Koupit
Předchozí cílová cena (15.7.2022):	1354 Kč
Datum vydání:	22.12.2022

Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny

Tržní kapitalizace: 406 mld. Kč

Závěrečná cena k 21.12.2022 (čas 16:25): 754 Kč

Roční maximum (9.6.2022, čas 16:25): 1216 Kč

Roční minimum (19.10.2022, čas 16:25): 740 Kč

Zařazen v indexech: PX, WIG, CECEUR, CETOP

Podíl v indexu PX: 19,4 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 1,17

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 rámci aktualizace cílové ceny na akcie ČEZ přistupujeme k jejímu **snížení z úrovně 1354 Kč na 951 Kč**. Reagujeme na regulaci tuzemské energetiky zavádějící jak **cenové stropy pro výrobce elektřiny, tak mimořádnou daň z neočekávaných zisků**. Investiční doporučení nicméně ponecháváme na stupni „koupit“, když tržní cena akcie se nachází více než 20 % pod cílovou cenou.

Došlo k naplnění regulatorních rizik v maximální míře, když česká legislativa zatížila energetické společnosti jak cenovými stropy omezující tržby, tak mimořádnou daní (tzv. „windfall tax“). ČEZ tedy bude podléhat dvojímu regulatornímu odvodu, což od roku 2023 významněji zatíží jeho hospodaření s negativním dopadem do výplaty dividendy. Zatímco cenové stropy tržních cen elektřiny vzešlé z evropské regulace nehodnotíme z fundamentálního pohledu nijak významně negativně, když zásadně nezhoršují naši předchozí prognózu provozní ziskovosti ČEZu, tak **zavedení „windfall tax“ již má citelný zásah do čisté ziskovosti společnosti a je hlavní příčinou snížení cílové ceny**.

Cenový limit tržní ceny elektřiny Evropskou unií stanovený na úroveň 180 EUR, resp. českou legislativou specifikovaný dle jednotlivých výrobních zdrojů do rozmezí 70 – 230 EUR/MWh (nevztahuje se na výrobu elektřiny z plynových a černouhelných elektráren), značí podle našich odhadů realizační ceny, za které bude ČEZ prodávat silovou elektřinu v letech 2023, 2024, resp. 2025, v blízkosti 130 EUR, resp. 116 EUR/MWh. To nám pro toto období indikuje **provozní zisk EBITDA ve výši 130 až 134 mld. Kč, resp. 120 mld. Kč** a znamená to pokles oproti předchozí prognóze posazené na úroveň kolem 143 mld. Kč, resp. 130 mld. Kč.

Výraznou změnu oproti naší předchozí predikci hospodaření přináší až uvalení mimořádné daně z nadměrných zisků ve výši 60 %. Bez této daně bychom očištěný čistý zisk v příštím roce odhadovali poblíž 73 mld. Kč, v roce 2024 pak kolem hladiny 76 mld. Kč. To jsou sice kvůli výše zmíněným cenovým stropům nižší úrovně ve srovnání s předešlými odhady posazenými do rozmezí 82 – 83 mld. Kč, ale i tak by to byly stále silné zisky vytvářející výrazný dividendový potenciál s dividendou vyplacenou v roce 2024, resp. 2025 poblíž 110 Kč na akcii při zachování stávajícího záměru vyplácet cca 80 % očištěného čistého zisku.

Zavedení „windfall tax“ však podle našich predikcí sráží čistou ziskovost **v roce 2023, resp. 2024 na úroveň 35 mld. Kč, resp. 36 mld. Kč**. Domníváme se tak, že ČEZ by za rok 2023, resp. 2024 mohl na mimořádné

Tabulka č.1: Výhled hospodaření

mld. Kč	2022	2023	2024	2025	2026
Výnosy	303	346	356	323	312
EBITDA	122	130	134	120	115
EBIT	89,6	96,2	100	85,8	81,1
Čistý zisk	70,0	35,0	35,8	32,6	59,7

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

Tabulka č.2: Předchozí výhled

mld. Kč	2021	2022	2023	2024	2025
Výnosy	228	288	392	388	359
EBITDA	63,2	102	143	142	130
EBIT	28,5	70,4	111	109	97
Čistý zisk	22,3	51,3	83,2	82,0	71,6

zdroj: odhady Fio banka; pozn.: rok 2021 skutečnost; čistý zisk a EBIT jsou očištěné o mimořádné vlivy

Tabulka č.3: Výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh, baseload)

rok	2023	2024	2025	2026
cena	129	134	116	110

zdroj: odhady Fio banka

Tabulka č.4: Předchozí výhled cen elektřiny (EUR/MWh, baseload)

rok	2022	2023	2024	2025
cena	100	151	150	134

zdroj: odhady Fio banka

Tabulka č.5: Výhled dividend 2022 – 2025

2022	2023	2024	2025
48	104	52	53

zdroj: odhady Fio banka; pozn.: rok 2022 skutečnost

Tabulka č.6: Předchozí výhled dividend 2022 – 2025

2022	2023	2024	2025
48	76	124	122

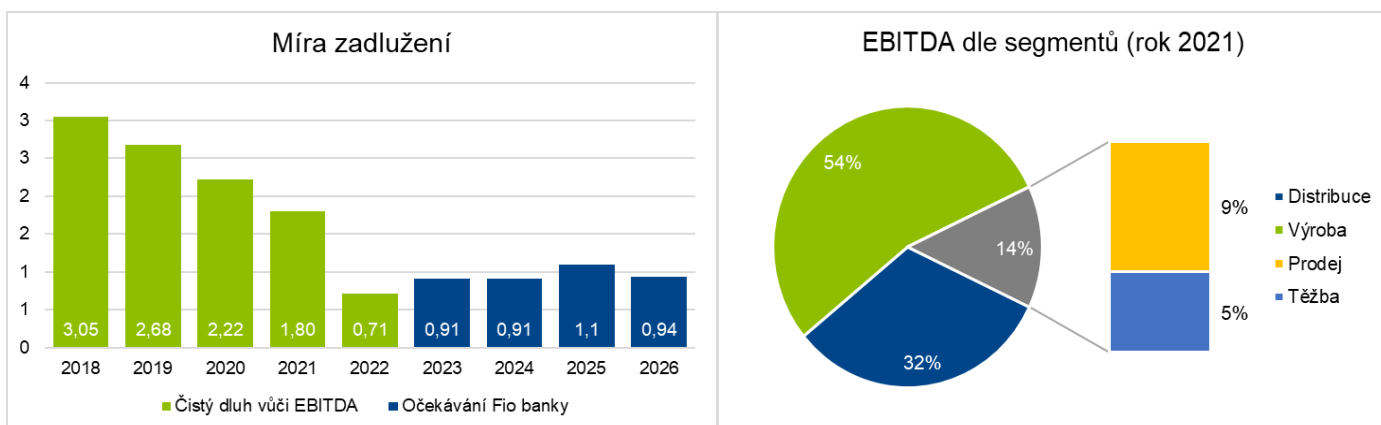
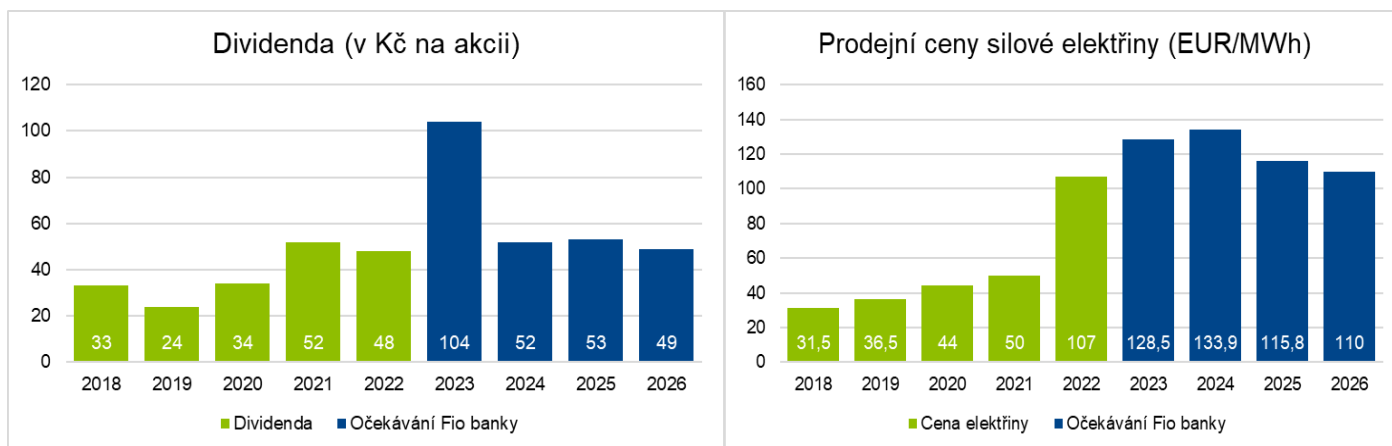
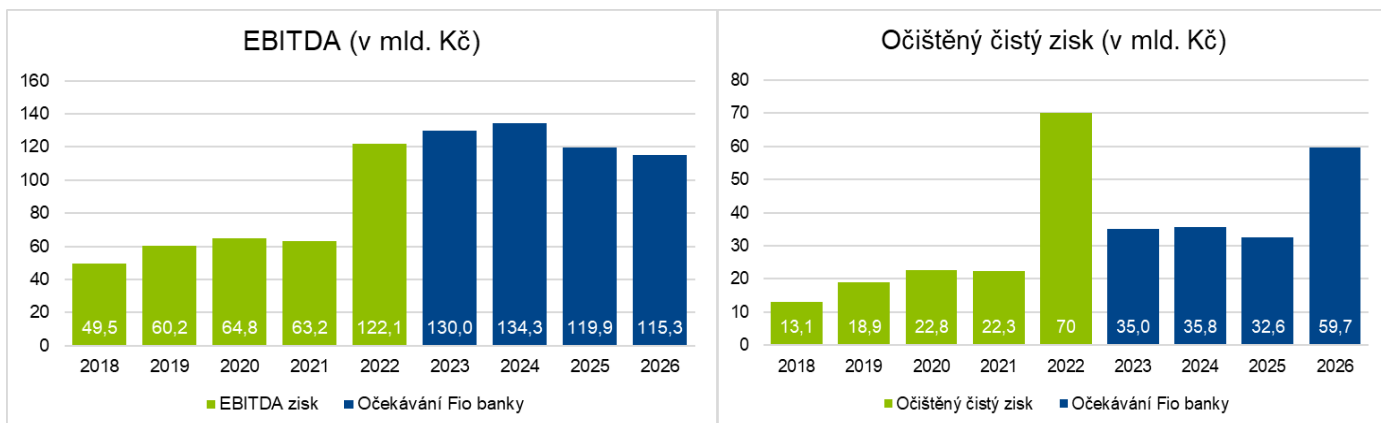
zdroj: odhady Fio banka; pozn.: rok 2022 skutečnost

dani odvést téměř 38 mld. Kč, resp. 40 mld. Kč. Se speciálním zdaněním se počítá až do roku 2025, čistý zisk za toto období tak očekáváme ve výši 32,6 mld. Kč. Dividendový potenciál ČEZu se tím pádem snižuje. V roce 2024, za předpokladu 80% výplatního poměru, **dividenda může činit 52 Kč na akcii** (cca 7% dividendový výnos). V případě posunu výplatního poměru do intervalu 80 – 100 % pak vidíme **její úroveň poblíž 60 Kč, resp. 65 Kč (8 - 9% výnos)**. Obdobnou dividendu očekáváme i v roce 2025. Výrazná změna čisté ziskovosti by měla přijít až v roce 2026, s odezněním „windfall tax“ předpokládáme skokový nárůst k hranici 60 mld. Kč.

Na delší dobu posledním obdobím nepodléhajícím regulaci tak bude rok 2022. Očekává se rekordní ziskovost. ČEZ v listopadu již letos potřetí vylepšil výhled hospodaření, na úrovni **EBITDA, resp. očištěného čistého zisku byl posunut na 115 – 125 mld. Kč, resp. 65 – 75 mld. Kč** z předchozích 110 – 115 mld. Kč, resp. 60 – 65 mld. Kč. Ještě v úvodu letošního roku přitom ČEZ počítal s provozní ziskovostí v rozmezí 85 – 89 mld. Kč a čistým ziskem ve výši 38 – 42 mld. Kč. Pro srovnání, v roce 2021 ČEZ vygeneroval EBITDA ve výši 63,2 mld. Kč a očištěný čistý zisk 22,3 mld. Kč.

Za postupným vylepšováním letošního výhledu hospodaření stála především kombinace doprodeje krátkodobých kontraktů elektřiny za extrémní ceny (což podle našich odhadů posune letošní finální realizační cenu elektřiny až k úrovním kolem 110 EUR/MWh) a výrazně rostoucích zisků z tradingu (nebo-li zisků z obchodování s komoditami). Dividenda vyplacená v roce 2023 tak výrazně překoná letošní úroveň 48 Kč a podle našeho názoru pravděpodobně přesáhne hranici 100 Kč. **Naše aktuální predikce letošního očištěného čistého zisku ve výši 70 mld. Kč indikuje, při managementem naznačovaném 80% výplatním poměru, dividendu ve výši 104 Kč na akcii.** To je výrazný téměř 14% dividendový výnos. Ministerstvo financí, jakožto majoritní akcionář, navíc naznačuje snahu prosadit vylepšení výplatního poměru do rozmezí 80 – 100 %. Domníváme se tak, že jeho navýšení k hladině 90 % je reálné, což by znamenalo dividendu i kolem **117 Kč na akcii a nadstandardní více než 15% výnos.**

Příznivou ziskovost v letošním roce a z toho vyplývající silnou dividendu vnímáme jako významné podpůrné faktory pro cenu akcie ČEZ. Potenciální transformace ČEZu, kdy stát dává najevo snahu v budoucnu ovládnout minimálně výrobní aktiva společnosti je podle našeho názoru dalším vlivem, který by měl sehrávat spíše pozitivní roli do ocenění akcie. Vedle toho se domníváme, že regulatorní rizika jsou již v ceně akcie započítány. Shrnmeli, na současných úrovních vnímáme akcie ČEZ jako podhodnocené.

Grafický přehled


Ocenění společnosti
Tabulka č.7: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2023	2024	2025	2026
risk free rate (%)	4,50	4,00	3,50	3,50
risk premium (%)	6,10	6,10	6,10	6,10
beta	1,17	1,17	1,17	1,17
cost of equity (%)	11,64	11,14	10,64	10,64
cost of debt (%)	3,70	3,50	3,30	3,30
effective tax rate (%)	61,1	61,8	58,5	19,0
cost of debt after tax (%)	1,44	1,34	1,37	2,67
equity weight	0,85	0,81	0,82	0,81
debt weight	0,15	0,19	0,18	0,19
WACC (%)	10,15	9,29	8,93	9,14

zdroj: odhady a výpočty Fio banka, Bloomberg

Tabulka č.8: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2023	2024	2025	2026
EBIT	96,2	100,2	85,8	81,1
effective tax rate (%)	61,1	61,8	58,5	19,0
NOPAT	37,5	38,3	35,6	65,7
odpisy	33,8	34,1	34,2	34,2
změna ČPK	-3,0	-5,4	-6,2	-5,5
CAPEX	45,2	55,3	51,0	52,0
FCFF	29,1	22,6	24,9	53,4
FCFF(t+1)	54,2			
terminal value	709,0			
enterprise value	596,8			
čistý dluh	86,8			
equity value	509,9			
počet akcií (mil. ks)	536,2			
cílová cena (Kč, k 1.1.2023)	951			

zdroj: odhady a výpočty Fio banka, 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 dluhopisu ČR) a rizikové prémie. Základem pro určení rizikové prémie je součet rizikové prémie USA a rizikové přírážky ČR (zdroj: Damodaran). Riziková prémie je upravena koeficientem beta, jenž je měřítkem volatility a systematického rizika. Oproti předchozí analýze beta stoupla o dvě desetiny na 1,17. To značí vyšší míru volatility akcie ČEZ, což reflektuje zvýšená politická rizika související s regulací energetického odvětví.

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.9: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

pokračující růst	WACC				
	8,74%	8,94%	9,14%	9,34%	9,54%
1,1%	948	925	904	884	865
1,3%	973	949	927	906	886
1,5%	999	974	951	929	908
1,7%	1027	1001	976	953	930
1,9%	1057	1029	1003	978	954

zdroj: odhady Fio banka

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Stabilní společnost s působností ve střední Evropě.
- Vhodný výrobní mix, od bezemisních jaderných elektráren, OZE, plynu, až po účinné uhelné elektrárny napájených z vlastních dolů.
- Komplexní obchodní model: těžba, výroba, distribuce, prodej.
- Systém předprodejů silové elektřiny eliminující rizika nadměrných poklesů cen elektřiny na energetických burzách.
- Silná likvidní pozice.
- Atraktivní dividendová politika.
- Financování za relativně nízké úrokové sazby.
- Nízká míra zadlužení neohrožující finanční stabilitu společnosti.

• Slabé stránky

- Vliv státu, politická rizika (stát prostřednictvím MFČR vlastní téměř 70 % akcií společnosti).
- Velká organizační struktura, riziko nižší flexibility.
- Silná expozice ve výrobním segmentu znamená tržní rizika vyplývající z volatilního vývoje na energetických burzách.

• Příležitosti

- Potenciál výraznějšího využívání OZE ve výrobním mixu v rámci postupného odklonu od uhlí.
- Potenciál navýšení výroby z jaderných elektráren do rozmezí 31,5 – 32 TWh, resp. i mírně nad tuto úroveň.
- Využití silných páteřních uhelných zdrojů – Tušimice, Prunéřov (obě komplexně zmodernizované elektrárny), Ledvice (nová elektrárna).
- V souladu s klimatickými ambicemi potenciál rozšiřovat působení v segmentu energetických služeb prostřednictvím dceřiné firmy ČEZ ESCO.
- Působení na trhu zemního plynu, včetně využívání LNG terminálu v nizozemském Eemshavenu
- Potenciální příležitosti ve využívání dalších LNG terminálů na zkapalněný zemní plyn, zejména v Německu.

• Hrozby

- Riziko státních zásahů do trhů s energiemi.
- Nejistoty ohledně vývoje regulace evropské energetiky, resp. plnění klimatických cílů.
- V návaznosti na předchozí bod hrozba poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.
- Riziko výraznějšího poklesu cen komodit (zejména zemní plyn a uhlí) s negativním dopadem do tržních cen elektřiny.
- Politická rizika spojená s potenciální výstavbou nového jaderného bloku.

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.

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.

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 výstup 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**