

Doporučení: Držet
Cílová cena: 1150 Kč

ČEZ

Souhrn doporučení

Doporučení:	Držet
Cílová cena (12M):	1150 Kč
Aktuální cena: (3. 7. 2026, 16:25)	1249 Kč
Potenciální výnos:	-7,9 %
Datum vydání	7. 7. 2026
Předchozí doporučení (4. 7. 2025)	1044 Kč (Redukovat)

Základní informace

Odvětví:	Výroba a prodej elektřiny
Počet akcií:	536,8 mil. ks
Free float:	30,2 %
Tržní kapitalizace:	671 mld. Kč
Roční minimum: (16. 2. 2026)	1134 Kč
Roční maximum: (9. 1. 2026)	1371 Kč
Informace pro investory:	www.cez.cz
Indexy:	PX (19,6 %)

Roční vývoj akcie



V nové analýze na akcie společnosti ČEZ zvyšujeme v základním scénáři cílovou cenu z úrovně **1044 Kč na 1150 Kč**. Zároveň v kontextu plánované transformace ČEZu přinášíme **alternativní scénář s valuací v rozmezí 1359 – 1474 Kč**, když separátně oceňujeme výrobní a zákaznický segment společnosti. Doporučení **zvyšujeme ze stupně „redukovat“ na „držet“**.

Valuace ČEZu je v jeho před-transformační fázi specifictější záležitostí. ČEZ zatím stále funguje v nezměněné podobě, proto v rámci základního ocenění na společnost nahlížíme jako na jeden celek a aplikujeme tradiční DCF model. Při této valuaci jsme přistoupili ke zvýšení cílové ceny z úrovně 1044 Kč na 1150 Kč. Blízkovýchodní krize vyvolala tlaky a nejistoty na globálních komoditních trzích, což se projevilo i do nárůstu tržních cen elektřiny. Tato situace z našeho pohledu nejvíce ovlivní prodejní ceny silové elektřiny ČEZu v letošním a příštím roce. Jejich predikci tak oproti předchozí analýze zvyšujeme o 6,3%, resp. 12 % s pozitivním dopadem do predikce EBITDA zisku v letech 2026 a 2027, kterou navyšujeme z původních 110,3 mld. Kč, resp. 103 mld. Kč na 113,9 mld. Kč, resp. 111,4 mld. Kč. Pro střednědobý horizont zlepšujeme výhled realizačních cen elektřiny už jen mírně k úrovni 90 EUR/MWh, když primárně zohledňujeme vyšší spread mezi cenami na české a německé energetické burze. Ostatní faktory působící na ceny silové elektřiny vnímáme nadále jako vyvážené: z jedné strany zklidnění blízkovýchodní krize, dostatečná globální nabídka zemního plynu a rozvoj OZE bude vytvářet tlak na pokles cen elektřiny. Na druhou stranu emisní povolenky, rostoucí poptávka po zemním plynu jakožto základní suroviny pro transmisi k bezemisní energetice, postupná elektrifikace průmyslu či rozvoj elektromobility by měly naopak ceny elektřiny podporovat.

V kontextu očekávané realizace transformace společnosti nabízíme i alternativní pohled na valuaci ČEZu. Záměrem managementu ČEZu je od sebe oddělit výrobní a zákaznickou část, resp. v rámci plánu optimalizace vlastnické struktury je snaha zřetelněji vyprofilovat a vydefinovat zákaznický segment, jenž je tvořen především regulovaným distribučním byznysem se stabilní ziskovostí. Cílem vyčlenění zákaznického segmentu do samostatné dceřiné společnosti je zefektivnit řízení celé skupiny, otevřít si větší možnosti pro externí financování s potenciálem snížit úrokové náklady, obecně vylepšit si obraz před těmi investory, jenž nechtějí investovat do utilit s uhelnými či jadernými aktivy. Souhrn těchto zmíněných aspektů má pak potenciál podpořit hodnotu celého ČEZu. V rámci alternativní valuace ČEZu oceňujeme zákaznický segment na úrovni 10x EV/EBITDA 2026, což indikuje jeho hodnotu 520 mld. Kč.

Výrobní segment, s výraznou expozicí na tržní riziko, naceňujeme na nižších násobcích. S ohledem na valuaci konkurenčních utilit, na diverzifikované výrobní portfolio ČEZu s efektivními jadernými elektrárnami, stanovujeme násobek výrobní části do rozmezí 7 – 8x EV/EBITDA 2026 indikující enterprise value v intervalu 433 – 495 mld. Kč. Součet valuací obou částí ČEZu tedy činí 953 – 1015 mld. Kč. Po zohlednění čistého dluhu a hodnoty nekontrolních podílů pak, v přepočtu na akcii, oceňujeme ČEZ v rámci alternativního scénáře do rozmezí 1359 – 1474 Kč. Separátní pohled na obě části ČEZu tak dle našich expertních předpokladů přináší vyšší valuaci než v případě náhledu na společnost jako na jednotný celek. Plánovaná transformace ČEZu tak podle našeho názoru má potenciál navýšit hodnotu společnosti.

Klíčové ukazatele	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Tržby (mld. Kč)	288,5	340,6	344,7	333,4	305,1	297,8	278,6	287,1
EBITDA (mld. Kč)	131,6	124,8	137,5	137,0	113,9	111,4	101,9	105,0
Čistý zisk očištěný (mld. Kč)	78,4	34,8	31,8	28,1	35,0	33,3	25,3	26,4
Zisk na akcii očištěný (v Kč)	146,1	64,8	59,2	52,4	65,2	61,9	47,0	49,1

zdroj: ČEZ, odhady Fio banka

Obsah

Obsah	2
SWOT analýza	3
Zvýšený výhled cen elektřiny zlepšuje predikci provozního hospodaření, zejména v letech 2026 a 2027	4
Výhled EBITDA vylepšujeme výrazněji pro rok 2027 (+8,2 %), střednědobě pak mírně (+2,2 %)	5
Ocenění společnosti	6
Citlivostní analýza	7
Transformace ČEZu	8
Alternativní ocenění společnosti	8
Ocenění zákaznického segmentu ČEZ Energy	8
Ocenění výrobního segmentu	9
Dividendová politika	9
Konkurenční srovnání	10
Grafický přehled	11

SWOT analýza

Silné stránky

- Stabilní společnost s působností ve střední Evropě.
- Vhodný výrobní mix, od bezzemisných jaderných elektráren, OZE, plynu, až po účinné uhelné elektrárny napájených z vlastních dolů.
- Komplexní obchodní model: těžba, výroba, distribuce, prodej.
- Robustní distribuční segment: posílen akvizicemi distributorů plynu GasNet a Gas Distribution.
- Systém předprodejů silové elektřiny eliminující rizika nadměrných poklesů cen elektřiny na energetických burzách.
- Příznivá likvidní pozice.
- Financování za relativně nízké úrokové sazby.
- Stále 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 komoditních trzích.

Příležitosti

- Příležitosti spojené s plánovanou optimalizací vlastnické struktury, konkrétně s vyčleněním zákaznického segmentu do samostatné dceřiné společnosti.
- Potenciál výraznějšího využívání OZE ve výrobním mixu v rámci postupného odklonu od uhlí.
- Možnost využití stále výrazných páteřních uhelných zdrojů – Tušimice, Prunéřov, Ledvice.
- V souladu s klimatickými ambicemi potenciál rozšiřovat působení v segmentu energetických služeb prostřednictvím ESCO dceřiných firem.
- 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) s negativním dopadem do tržních cen elektřiny.
- Politická rizika: daňová politika, rizika spojená s procesem zestátnění společnosti.

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

Zvýšený výhled cen elektřiny zlepšuje predikci provozního hospodaření, zejména v letech 2026 a 2027

Vlivem blízkovýchodní krize, jež znervóznila globální komoditní trhy, zvyšujeme predikci prodejních cen silové elektřiny ČEZu.

Naši aktuální predikci cen elektřiny ovlivňuje rovněž vyšší spread mezi cenami na německém a českém energetickém trhu. Ten je dán zejména neefektivitami v přeshraničním toku elektřiny.

Neklid na komoditních trzích podle našich odhadů nejvíce ovlivní prodejní ceny elektřiny pro rok 2027. Zde zvyšujeme predikci o 12 % na téměř 98 EUR.

Oproti naší předchozí analýze zvyšujeme výhled cen silové elektřiny, za které bude ČEZ letos a v nejbližších letech prodávat ze svých výrobních zdrojů. Z celkového pohledu nejde o nijak razantní navýšení predikce, nicméně blízkovýchodní krize vytvořila v průběhu jarních měsíců relativně silný tlak na globální komoditní trh. Uzavření Hormuzského průlivu a poničení katarských produkčních kapacit na zkapalněný zemní plyn navýšily ceny elektřiny na energetických burzách po celé délce forwardové křivky.

Jarní vzestup tržních cen elektřiny podle našich odhadů nejvíce ovlivní prodejní (realizační) ceny ČEZu, resp. jeho provozní ziskovost v letošním a příštím roce. Geopolitické napětí mělo přirozeně dopad i na krátké tržní kontrakty na elektřinu. A jelikož ČEZ tradičně zhruba 10 % svých kapacit ještě doprodává v daném roce, tak vzniká poměrně slušný prostor pro vylepšení finální prodejní ceny pro letošní rok. Kombinace vyšších tržních cen, doprodějí ve špičkách (za vyšší peakload) a rovněž zohlednění většího rozdílu (spread) mezi cenami elektřiny na německé a tuzemské energetické burze (aktuálně pozorujeme, že kontrakty na české burze převyšují německé o cca 7 EUR/MWh, přičemž v předchozích predikcích jsme počítali s diferencí kolem 5 EUR). Finální letošní realizační cenu elektřiny tak predikujeme na 104,3 EUR/MWh a znamená to zvýšení naší původní predikce z úrovně 98,1 EUR. Samotný ČEZ pak letos prozatím predikuje rozpětí mezi 104 – 108 EUR.

Na rok 2027 pak navyšujeme predikci prodejní ceny elektřiny o něco výrazněji, konkrétně z 87,3 EUR na 97,8 EUR. Zhruba 20 – 25 % doposud neprodané elektřiny na příští rok, za dané situace na komoditních trzích, skýtá pro ČEZ potenciál využít nadále vyšší cenové hladiny na tržních cenách elektřiny. Byť politická jednání mezi USA a Íránem pokročila, tak geopolitická situace v blízkovýchodním regionu je stále nejednoznačná a nejistá. Tržní ceny na energetických burzách, i přes určitou nynější deeskalaci blízkovýchodního konfliktu, nijak výrazně nekorigovaly. Kontrakt na rok 2027 se na německém a českém trhu pohybuje stále na relativně vysokých 90 – 100 EUR. Přetrvávající geopolitická nejistota, stále částečně poničená LNG infrastruktura v Kataru, plány EU do roku 2027 zcela ukončit dovozy ruského zemního plynu (včetně LNG plynu), to vše podle našeho názoru v nejbližších měsících zabráni výraznější korekci cen zemního plynu, potažmo cen elektřiny.

Střednědobě vidíme realizační ceny elektřiny ČEZu obdobně jako v předchozí analýze poblíž hranice 90 EUR, resp. mírně predikci navyšujeme z úrovně 87 – 88 EUR na 90,3 EUR, resp. 90 EUR pro roky 2028 a 2029. Ze střednědobého pohledu nadále nevidíme, za předpokladu normalizované geopolitické situace, důvody pro zásadní výkyvy oběma směry. Faktory, které budou ve střednědobém horizontu působit na ceny elektřiny tak stále vnímáme jako vyvážené.

Tlaky na pokles tržních cen elektřiny bude podle našeho názoru vytvářet dostatečná globální nabídka zemního plynu. Plány dále posilovat kapacity exportních LNG terminálů vidíme jak ze strany USA, tak Kataru, ambice navyšovat exportní kapacity pozorujeme rovněž u Norska jakožto jednoho z významných dodavatelů plynu do kontinentální Evropy. Dalším faktorem tlačícím ceny elektřiny dolů je pokračující rozvoj obnovitelných zdrojů.

Na druhou stranu pozice zemního plynu jakožto primární komodity v rámci přechodu od uhelné k bezemisní energetice by měla i nadále podporovat

poptávku a tedy zabraňovat razantnějším poklesům jeho ceny, potažmo cen elektřiny. Podpůrným faktorem pro ceny elektřiny by měly i nadále být emisní povolenky. Nedávné úvahy části evropského politického spektra o výrazném zásahu do systému obchodování s emisemi, či dokonce jeho eliminaci, nenacházejí a zřejmě nenajdou většinovou podporu. Předpokládáme, že ambice EU směrem ke snižování emisí (byť mohou být v čase modifikovány) budou pokračovat s tím, že základním prostředkem k naplňování cílů bude systém obchodování s emisními povolenkami. Ve svých střednědobých výhledech bereme v potaz i postupnou elektrifikaci průmyslu, rozvoj elektromobility, či rozmach AI data center. Tedy poptávkové faktory vytvářející tlak na růst tržních cen elektřiny.

Výhled EBITDA vylepšíme výrazněji pro rok 2027 (+8,2 %), střednědobě pak mírně (+2,2 %)

Pod vlivem zlepšené prognózy realizačních cen elektřiny zvyšujeme výhled EBITDA zisku za roky 2026 a 2027 z úrovně 110,3 mld. Kč, resp. 103 mld. Kč na 113,9 mld. Kč, resp. 111,4 mld. Kč. Vedle předpokládaných vyšších cen elektřiny pozorujeme letos potenciál dosažení lepší než původně očekávané profitability z emisních zdrojů energie a těžebního segmentu. Uhelné elektrárny jsou z delšího pohledu na zřetelném ústupu. Avšak v době aktuální geopolitické nejistoty na komoditních trzích má ČEZ prostor efektivně využívat své diverzifikované výrobní portfolio, tzn. emisní zdroje včetně moderní paroplynové elektrárny, potažmo profitovat ze zvýšené poptávky po uhlí. V tomto směru již něco naznačily výsledky za 1Q 2026, kdy ČEZ zaznamenal lepší než námi předpokládanou ziskovost z těžby uhlí a zvýšil výhled produkce z uhelných zdrojů. Zároveň i letos může držet velmi solidní ziskovost distribuční segment. To vše nás vede ke zlepšení letošní predikce provozní úrovně hospodaření.

V příštím roce aktuálně nepředpokládáme výraznější pokles EBITDA. Vedle výše zmíněné zlepšené predikce cen elektřiny podle našeho názoru pomůže rovněž předpokládaná vyšší výroba z jaderných elektráren. Změna palivového cyklu přináší větší variabilitu odstávek jaderných bloků na meziroční bázi a tedy výkyvy v produkci. Letošní větší četnost plánovaných odstávek bude v příštím roce naopak nahrazena plynulejší výrobou. Produkce z jaderných bloků by se tak měla vrátit k hladině 32 TWh, což podle našich odhadů přinese do EBITDA zisku cca 3,7 – 3,8 mld. Kč.

S námi předpokládaným poklesem prodejních cen silové elektřiny k úrovni 90 EUR pak EBITDA v letech 2028 a 2029 dle našich odhadů směřuje ke 101,9 mld. Kč, resp. 105 mld. Kč. To je oproti předchozí analýze smíšený pohled. Pro rok 2028 predikci mírně snižujeme ze 103 mld. Kč, a to zejména kvůli působení nového systému v palivovém cyklu Temelína a Dukovan. Na druhou stranu střednědobý výhled lehce navyšujeme ze 102,7 mld. Kč. Kombinace mírně zvýšené predikce ceny elektřiny, vyšší výroby z jadra a také např. mírně rostoucí ziskovosti z distribuce elektřiny a plynu vytvoří z našeho pohledu prostor pro provozní ziskovost kolem 105 mld. Kč.

Zvýšená predikce cen elektřiny pak příznivě ovlivňuje výhled provozní ziskovosti, a to zejména v letech 2026 a 2027.

Do aktuálního výhledu profitability promlouvá i nový systém palivového cyklu jaderných elektráren.

Ocenění společnosti

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 tržních vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. ČEZ díky své velikosti, stále příznivému ratingu a rovněž díky tomu, že se převážně financuje v eurech, je schopen efektivně tlumit náklady financování a dosahovat relativně nízkých úrokových sazeb. 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 jsme zvýšili pokračující (dlouhodobou) míru růstu o 0,5 procentního bodu na 2,5 %, když vyšší CAPEX a ambice prodloužit životnost jaderných bloků o 20 let vytváří potenciál pro vyšší dynamiku růstu v dlouhém období.

Model diskontovaného cash flow				
mld. Kč	2026	2027	2028	2029
EBIT	59,6	58,2	48,8	50,3
efektivní daňová sazba (%)	21,0	21,0	21,0	21,0
NOPAT	47,1	46,0	38,5	39,7
odpisy	54,2	53,3	53,1	54,7
změna ČPK	5,0	0,4	-10,4	-6,8
CAPEX	76,0	80,0	75,0	70,0
FCFF	20,4	18,8	27,1	31,3
FCFF(t+1)	32,1			
terminální hodnota (k 1. 1. 2029)	928,9			
enterprise value (k 30. 6. 2026)	841,4			
čistý dluh (k 1. 1. 2026)	213,9			
equity - nekontrolní podíly	10,0			
equity value (k 30. 6. 2026)	617,5			
počet akcií (mil. ks)	536,8			
cílová cena (Kč)	1150			

zdroj: odhady a výpočty Fio banka

Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC				
	2026	2027	2028	2029
bezriziková výnosová míra (%)	4,60	4,40	4,10	4,10
<i>riziková prémie USA (%)</i>	<i>4,31</i>	<i>4,31</i>	<i>4,31</i>	<i>4,31</i>
<i>riziková přírážka ČR (%)</i>	<i>0,88</i>	<i>0,88</i>	<i>0,88</i>	<i>0,88</i>
riziková prémie celkem (%)	5,19	5,19	5,19	5,19
beta	0,61	0,61	0,61	0,61
náklady vlastního kapitálu (%)	7,77	7,57	7,27	7,27
náklady cizího kapitálu (%)	3,10	3,60	3,70	3,80
efektivní daňová sazba (%)	21,0	21,0	21,0	21,0
náklady CK po zdanění (%)	2,45	2,84	2,92	3,00
váha vlastního kapitálu	0,74	0,70	0,70	0,69
váha cizího kapitálu	0,26	0,30	0,30	0,31
WACC (%)	6,40	6,15	5,96	5,95

zdroj: odhady a výpočty Fio banka, Bloomberg

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.

Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů					
pokračující růst	WACC				
	5,55%	5,75%	5,95%	6,15%	6,35%
2,1%	1145	1072	1006	946	893
2,3%	1230	1148	1074	1008	949
2,5%	1327	1233	1150	1077	1010
2,7%	1437	1330	1236	1153	1079
2,9%	1563	1440	1333	1239	1156

zdroj: odhady Fio banka

Transformace ČEZu

Transformace ČEZ poprvé po letech nabírá reálných kontur:

- **plán od sebe oddělit výrobní a distribuční část ČEZu**
- **v konečné fázi vytvořit podmínky pro případný výkup minoritních akcionářů**

Po letech spekulací a různých nedotažených návrhů nyní transformace ČEZu poprvé nabírá reálných kontur. Vyčlenění zákaznického segmentu, tzn. distribuce, prodeje a rovněž části tradingových aktivit, do samostatné dceřiné společnosti, následný prodej až 49% podílu v tomto segmentu s cílem vygenerovat finanční prostředky pro případný odkup 30% podílu minoritních akcionářů ČEZu vytváří další dimenzi pro ocenění společnosti.

Jelikož ČEZ v tuto chvíli stále funguje v dosavadní podobě, tak v rámci této aktualizace analýzy primárně nahlížíme na společnost jako na jednotný celek. Naše základní ocenění celého ČEZu tak stále vychází z tradičního DCF modelu, přičemž nám vychází cílová cena 1150 Kč. To znamená navýšení z předchozích 1044 Kč.

Alternativní ocenění společnosti

Projekt transformace ČEZu, jenž byl de facto odstartován schválením na letošní valné hromadě, a jenž v první fázi v podstatě spočívá, jednoduše řečeno, v rozdělení společnosti na výrobu a distribuci, vybízí k alternativnímu náhledu na ocenění společnosti na základě tržních násobků.

V plánu managementu ČEZu je do 1Q 2027 vytvořit, resp. od zbytku skupiny oddělit výše zmíněný zákaznický segment a následně nabídnout investorům jeho část, tedy až 49% podíl. V rámci alternativního ocenění ČEZu tak nejprve vycházejme z odhadu ocenění zákaznického segmentu, jenž byl aktuálně oficiálně nově pojmenován jako ČEZ Energy.

Ocenění zákaznického segmentu ČEZ Energy

Letošní provozní zisk EBITDA ČEZu Energy odhadujeme ve výši 52 mld. Kč. Konkrétně, EBITDA z distribuce elektřiny a plynu očekáváme na úrovni 39 mld. Kč a provozní ziskovost prodejního segmentu (kam se kromě klasického prodeje elektřiny a plynu koncovým zákazníkům řadí i moderní energetické – tzv. ESCO – služby) predikujeme ve výši 11,2 mld. Kč. Dohromady to činí 50,2 mld. Kč. Přičteme-li k tomuto výsledku ještě náš odhad zisku z tradingových aktivit (obchodování s komoditami na velkoobchodních trzích, kromě tradingu s LNG plynem, jenž nebude součástí ČEZ Energy) ve výši cca 1,8 mld. Kč, pak se dostáváme na celkové číslo 52 mld. Kč.

Při valuaci ČEZ Energy vycházíme z našeho expertního předpokladu, že tento typ distribučních utilit se obchoduje/prodává za alespoň 10x EV/EBITDA. Distribuce elektřiny a plynu patří mezi státem regulované odvětví se stabilní a predikovatelnou ziskovostí, s potenciálem stabilního dividendového výnosu. Tento segment podnikání má své investory, resp. je určitým typem investorů, jako jsou např. infrastrukturní fondy, penzijní fondy či obecně investiční společnosti, vyhledávan. Za tento typ regulovaných, stabilních aktiv jsou tyto investoři zpravidla ochotni zaplatit, akceptovat vyšší násobky, nežli je to u byznysu, jenž má mnohem větší expozici na tržní riziko (jako je např. výroba elektřiny či těžba určité komodity, kde je silná vazba výsledků hospodaření na pohyb tržních cen dané komodity, což znamená potenciální rizika). Vyššími násobky právě myslíme úrovně kolem 10x EV/EBITDA. To jsou úrovně poměrně obvyklé u prodejních transakcí týkající se distribučních energetických aktiv. Samotný ČEZ v nedávné minulosti kupoval distributory plynu GasNet a Gas Distribution za cca 10násobek jejich provozní ziskovosti. Předpoklad alespoň 10x EV/EBITDA tak v rámci úvah o nacenění ČEZ Energy vnímáme jako relevantní. Při námi predikované letošní provozní ziskovosti

Zákaznický segment oceňujeme na 10x EV/EBITDA. Hodnotu (včetně dluhu) odhadujeme ve výši 520 mld. Kč.

ČEZ Energy ve výši 52 mld. Kč tak odhadujeme jeho hodnotu včetně čistého dluhu (tzn. EV – enterprise value) na úrovni 520 mld. Kč.

Ocenění výrobního segmentu

Výrobní část ČEZu oceňujeme na 7 – 8x EV/EBITDA. Hodnotu (včetně dluhu) odhadujeme v rozmezí 433 – 495 mld. Kč.

Na jakých násobcích ocenit zbylou část ČEZu, tedy jeho výrobní část? Jak naznačujeme výše, budeme aplikovat, vzhledem k větší expozici na tržní rizika, násobky pod hladinou 10x EV/EBITDA. Odhadované ocenění ČEZ Energy na úrovni 10násobku provozní ziskovosti, námi predikovaná hodnota celého ČEZu na základě DCF modelu ve výši 1150 Kč na akcii, resp. aktuální kurz akcie ČEZu přesahující hladinu 1200 Kč, indikují násobky výrobní části v rozmezí 5 – 6x EV/EBITDA. To jsou podle našeho názoru, vzhledem k aktuálním tržním násobkům konkurenčních evropských utilit (viz níže tabulka „konkurenční srovnání“), poměrně nízká čísla. Konkrétně, medián trhu se nyní pohybuje ve výši 9x EV/EBITDA. Na druhou stranu je však potřeba vnímat, že tento tržní násobek v sobě vesměs obsahuje, jak výrobní, tak zákaznické (distribuční) segmenty evropských energetik. Ve skupině hlavních veřejně obchodovaných evropských energetických společností v podstatě nenalezneme čistě (snad jen s výjimkou německé RWE) výrobní utilitu bez zákaznického segmentu.

Separátní valuace výrobního a zákaznického segmentu na základě tržních násobků nám indikuje ocenění celého ČEZu do rozmezí 1359 – 1474 Kč na akcii.

Zvážíme-li výše uvedené skutečnosti a zároveň aplikujeme-li spíše konzervativnější přístup, pak náš expertní odhad násobků výrobní části ČEZu stanovujeme do rozmezí 7 – 8x EV/EBITDA. Námi prognózovaná letošní provozní ziskovost výroby ve výši 61,9 mld. Kč indikuje, při aplikaci výše uvedených násobků, enterprise value v intervalu 433 – 495 mld. Kč.

Sečteme-li valuaci zákaznického segmentu a valuaci výrobní části, pak (po zohlednění čistého dluhu 214 mld. Kč a skutečnosti, že ČEZ vlastní v distribuci zemního plynu jen 55 % - hodnotu tzv. nekontrolních podílů odhadujeme na cca 10 mld. Kč) equity value celého ČEZu dle tohoto alternativního scénáře predikujeme do rozmezí 729 – 791 mld. Kč. V přepočtu na akcii je to pak 1359 – 1474 Kč.

Dividendová politika

ČEZ dle našeho názoru zakončí rok 2026 v nezměněné struktuře. Báze pro dividendu vyplacenou v roce 2027 by tak měla zůstat stejná. Zahájená transformace se tak nemusí vylučovat s výplatou dividendy.

Zájem investorů je nyní především upřen na proces transformace společnosti. To nám však nebrání minimálně modelově nastínit očekávanou dividendu v příštím roce. ČEZ je stále ještě jen na počátku transformační fáze. K prodeji až 49% podílu v ČEZ Energy letos pravděpodobně ještě nedojde, báze pro výpočet dividendy vyplacené v roce 2027 tak podle našeho názoru nejspíš zůstane stejná jako v minulosti. Naš odhad letošní čisté ziskovosti ve výši 35 mld. Kč (nárůst z loňských 28,1 mld. Kč vlivem absence „windfall tax“) a předpoklad udržení 80% výplatního poměru nám indikuje dividendu v příštím roce ve výši 52 Kč na akcii (cca 4,2% dividendový výnos). Znamenalo by to zvýšení z letošních 42 Kč.

Konkurenční srovnání

Sektorové srovnání s evropskými energetikami nadále vyznívá nejednoznačně. Na jednu stranu se akcie ČEZ podle ukazatele EV/EBITDA obchodují s diskontem vůči konkurenčním společnostem, na druhou stranu v rámci ukazatele P/E se podle našich odhadů jeví vůči konkurenci jako dražší. Nadále solidní provozní ziskovost v letošním a příštím roce drží ukazatel EV/EBITDA dle našich odhadů pod hranicí 8x, zatímco tržní násobky se pohybují kolem 9. Na druhou stranu vyšší odpisy dané zejména konsolidací GasNet a efektem zrychlených odpisů uhelných aktiv, rostoucí CAPEX program promítající se do většího využívání cizích zdrojů a vytvářející tlak na růst úrokových nákladů sráží čistou ziskovost na nižší úroveň. To posouvá násobky P/E u akcií ČEZu na vyšší úroveň oproti konkurenci. Podle našich odhadů se tak ČEZ obchoduje na 18,5x, resp. 19,5x P/E 2026, resp. 2027, zatímco akcie veřejně obchodovaných konkurentů se dle mediánu pohybují na 16,7x P/E 2026, resp. 15,1 násobku očekávané čisté ziskovosti v příštím roce.

Konkurenční srovnání						
	EV/EBITDA		P/E		EBITDA marže 2025	Dividendový výnos 2026
	e2026	e2027	e2026	e2027		
E.ON	9,5	8,5	16,4	14,4	10,7 %	3,2 %
RWE	10,6	9,1	20,5	17,5	13,4 %	2,2 %
Enel	7,8	7,5	13,7	13,3	30,2 %	4,9 %
Engie	8,1	7,4	13,8	13,1	19,0 %	5,0 %
Verbund	9,7	8,3	18,0	14,9	34,1 %	5,6 %
Endesa	8,5	8,4	16,9	16,5	27,7 %	3,4 %
Fortum	12,3	13,6	18,9	21,4	29,0 %	3,7 %
EVN	7,4	6,9	11,2	11,8	36,6 %	3,1 %
Iberdrola	13,0	12,3	21,1	19,6	35,3 %	3,2 %
EDP	8,5	8,5	14,5	15,3	30,1 %	4,6 %
Průměr	9,5	9,1	16,5	15,8	26,6 %	3,9 %
Medián	9,0	8,5	16,7	15,1	29,6 %	3,6 %
ČEZ	7,6	7,7	18,5	19,5	41,1 %	3,5 %

zdroj: Bloomberg, odhady Fio banky

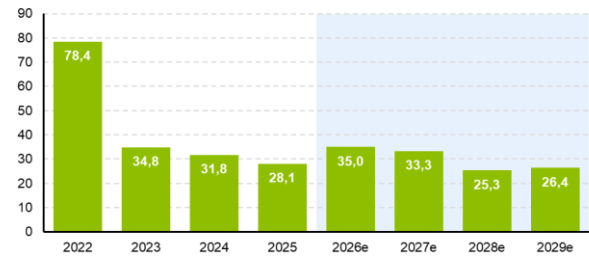
Grafický přehled

EBITDA ČEZ (v mld. Kč)



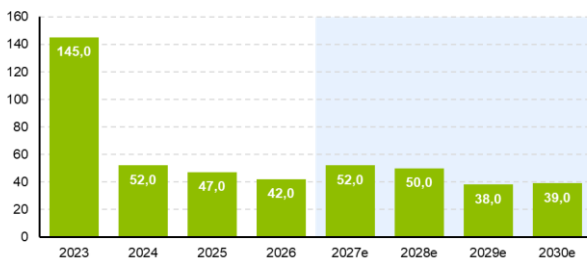
Zdroj: ČEZ, zpracování a projekce Fio banka

Očištěný čistý zisk ČEZ (v mld. Kč)



Zdroj: ČEZ, zpracování a projekce Fio banka

Dividenda ČEZ (Kč na akcii)



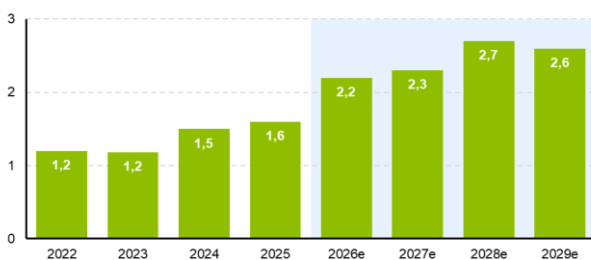
Zdroj: ČEZ, zpracování a projekce Fio banka

Prodejní ceny silové elektřiny ČEZ (EUR/MWh)



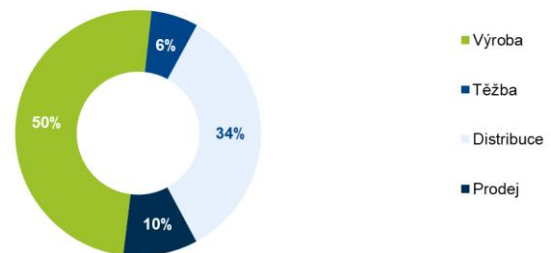
Zdroj: ČEZ, zpracování a projekce Fio banka

Čistý dluh ČEZ (čistý dluh/EBITDA)



Zdroj: ČEZ, zpracování a projekce Fio banka

EBITDA ČEZ dle segmentů - e2026 (podíl na celku, v %)



Zdroj: odhady Fio banka

Jan Raška
Fio banka, a.s.
analytik
jan.raška@fio.cz

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

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

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 konzultovaly 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 spoluvedoucím 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-a-s>. 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 <https://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 <https://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