

22.8.2011

Skupina ČEZ

Předchozí doporučení - Držet
Nové doporučení – Koupit
Předchozí cílová cena - 923 Kč
Nová cílová cena - 930 Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

ČEZ, a.s.

Duhová 2/1444

Praha 4, 14053

<http://www.cez.cz>

Ticker: BAACEZ (BCPP)

Odvětví: výroba a prodej elektřiny

Tržní kapitalizace: 433,8 mld. Kč

Uzavírací cena k 19.8.2011 760 Kč

Roční minimum: 736 Kč

Roční maximum: 950 Kč

Zařazen v indexech: PX, BWELEC, BWORLD

Podíl v indexu PX: 23%

Struktura akcionářů (k 31.12.2010):

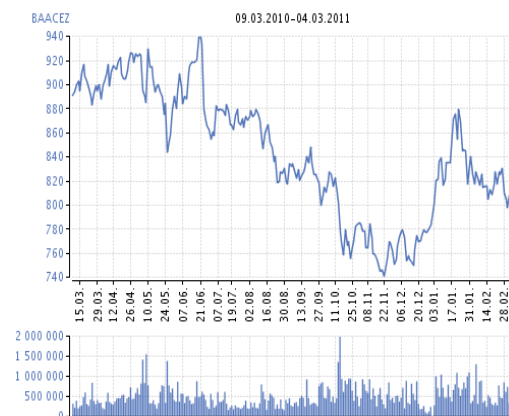
Ministerstvo financí 69,37%

Ministerstvo práce a sociálních věcí: 0,41%

Free Float :30,63%

Ukazatel beta oproti indexu PX - 0,7

Graf. č. 1roční vývoj kurzu společnosti



Navzdory současným turbulentním podmínkám na finančních trzích a zpomalujícímu ekonomickému vývoji zvyšujeme mírně cílovou cenu pro akcie společnosti ČEZ, a to na 930 korun z předchozích 923 korun na akcii. Zároveň s vyšší cílovou cenou měníme naše investiční doporučení na KOUPIIT z předchozího DRŽET. Díky výrazným poklesům akciových trhů je potenciál růstu akciového titulu ČEZ, vzhledem k naší cílové ceně, více jak 22%. Základní důvody vedoucí k mírnému zvýšení cílové ceny jsou především vyšší průměrné ceny zajištěných dodávek elektřiny a oznámený prodej 50% podílu v německé společnosti Mibrag, nákup společnosti Energotrans a potvrzení systému přidělování emisních povolenek po roce 2013.

Hospodářské výsledky za 2Q 2011

Skupina ČEZ vykázala ve druhém čtvrtletí tohoto roku pokles hospodářských výsledků, a to jak na meziočnní, tak i mezikvarální bázi (viz. tabulka č.1). Celkové výnosy společnosti vzrostly meziočnně o 4,4% na 46,75 miliard korun. K vyšším výnosům přispěla především vyšší výroba z větrných elektráren v Rumunsku, nárůst produkce z fotovoltaických zdrojů a úsporná opatření v Albánii. Naopak negativní vlivy na celkové výnosy byly nižší prodejní ceny elektřiny, posilující kurz koruny oproti euru a odstávka jaderné elektrárny Temelín (plánovaná odstávka prvního bloku na výměnu paliva). Zisk na úrovni EBITDA poklesl v meziočnním porovnání o 13% na 17,3 miliard korun. Za poklesem stálo již zmiňované snížení cen elektřiny, kursové vlivy a také daně uvalené na solární elektrárny a darované emisní povolenky. Provozní výsledek hospodaření byl meziočnně nižší o 22% (11,14 miliard korun). Kromě již uvedených vlivů byl do provozního zisku záporný příspěvek vyšších odpisů ve výši 0,4 miliardy korun (nárůst majetku spojený s dokončením výstavby větrných elektráren v Rumunsku). Celkem tak odpisy za druhý kvartál vzrostly na 6,2 miliard korun ve srovnání s loňskými 5,8 miliardy korun. Negativně se do provozního hospodaření promítla také distribuce a prodej elektřiny v Bulharsku, a to 0,1 miliardy korun. Čistý zisk energetické skupiny ČEZ za druhé čtvrtletí poklesl oproti loňskému roku o více jak 40% na 6,75 miliard korun. Hospodářský výsledek byl ovlivněn především darovací daní z emisních povolenek (negativní vliv 0,9 mld. Kč) a daní uvalenou na solární elektrárny. Záporný příspěvek mělo také přecenění opce na akcie společnosti MOL (-0,6 mld. Kč) a v neposlední řadě přispěly k horšímu zisku kursové ztráty (-0,3 mld. Kč).

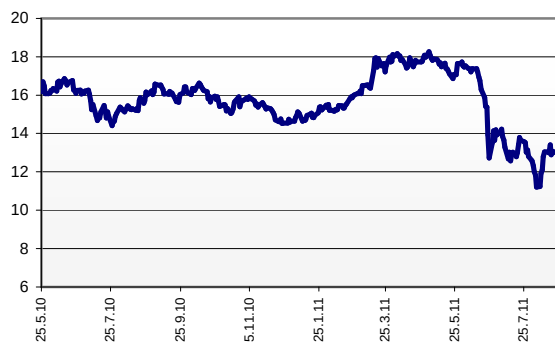
Tabulka č. 1 Hospodářské výsledky za 2Q 2011

Mld. Kč	2Q 2011	2Q 2010	Y/Y%	1Q 2011	Q/Q%
Celkové výnosy	46,75	44,8	4,4	56,8	-17,7
EBITDA	17,3	19,9	-13,1	26,6	-35,0
EBIT	11,14	14,3	-21,9	20,6	-45,9
Čistý zisk	6,74	11,5	-41,4	17,3	-61,0

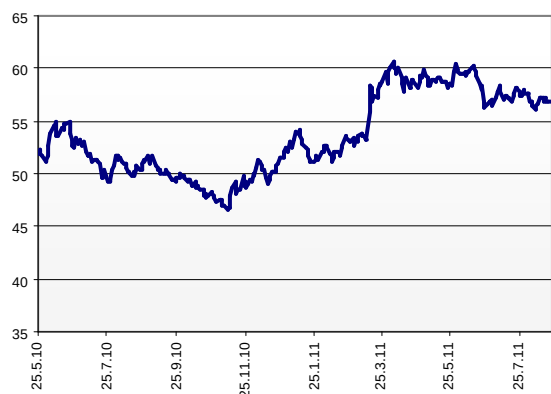
Tab. č. 2 předpokládané prodejní ceny elektřiny
(eur/MWh, jedná se o base load ceny elektřiny)

Ceny elektřiny	2012	2013	2014	2015	2016
Nový odhad cen elektřiny	52	55	56	58	59
Původní odhad cen el.	52	52	53	56	59

Graf. č. 2 roční vývoj cen emisních povolenek



Graf. č. 3 roční vývoj cen elektřiny



Společnost ČEZ při ohlášení výsledků za druhé čtvrtletí mírně zvýšila odhad zisku za rok 2011 o 500 milionů koruna na 40,6 miliard korun. Odhad ukazatele EBITDA zůstal nezměněn ve výši 84,8 miliard korun. Zároveň vedení společnosti uvedlo, že neočekává žádné dodatečné náklady v souvislosti s probíhajícími stress testy jaderných elektráren.

Hlavní důvody vedoucí ke změně cílové ceny:

- Při ohlášení výsledků za 2Q 2011 společnost oznámila objemy a průměrné ceny zajištěných dodávek elektřiny pro následující roky. Díky uzavření sedmi jaderných reaktorů v Německu a oznámenému plánu uzavřít veškeré jaderné zdroje výroby elektřiny v Německu do roku 2020 vzrostly významně ceny elektřiny obchodované na energetických burzách. Společnost ČEZ využila tohoto zdražení elektřiny a zvýšila její prodeje pro následující roky (viz tabulka č. 2). Pro rok 2012 je již prodáno 90% elektřiny za průměrné ceny převyšující 52 euro za MWh (díky velkému prodanému objemu před oznámení uzavření německých zdrojů je v tomto roce zvýšení průměrných cen nepatrné). Pro rok 2013 se objem prodané elektřiny zvýšil na 36% a průměrná cena vzrostla na 54 EUR/MWh a pro rok 2014 má společnost ČEZ prodáno 9% objemu elektřiny za cenu převyšující 56 EUR/MWh. Díky razantnímu poklesu cen emisních povolenek však došlo, v posledních týdnech, ke korekci cen elektřiny obchodované na energetických burzách (viz graf č. 3). Pokles cen emisních povolenek je podle našeho názoru pouze dočasný a předpokládáme postupnou stabilizaci cen a jejich nárůst, což se projeví vyšší cenou elektrické energie.

- ČEZ koncem července oznámil nákup společnosti Energotrans a zároveň prodej svého podílu (jedná se o 50%) v německé uhelné společnosti Mibrag. O obou transakcích se již delší dobu spekulovalo. Skupina ČEZ se zbavila svého podílu v německé společnosti a upustila od záměru postavit v blízkosti dolu Mibrag hnědouhelnou elektrárnu. Mibrag bude prodán druhému vlastníku společnosti Energetický průmyslový holding, která má na 50% podíl předkupní právo. Transakce však ještě musí být schválena příslušnými regulačními orgány. ČEZ koupil podíl v Mibragu v roce 2009 a to za více jak 200 milion euro (cca. 5 mld. Kč).

Tab. č. 3 predikce hospodaření společnosti
(mil. EUR)

	2011*	2012*	2013*	2014*
EBITDA	85 387	86 365	90 276	97 093
<i>Předchozí</i>	<i>85 099</i>	<i>85 412</i>	<i>89 897</i>	<i>96 263</i>
EBIT	60 586	61 068	64 473	70 516
<i>Předchozí</i>	<i>60 202</i>	<i>60 016</i>	<i>63 994</i>	<i>70 734</i>
Čistý zisk	41 039	43 556	45 944	51 398
<i>Předchozí</i>	<i>41 325</i>	<i>42 541</i>	<i>44 855</i>	<i>51 795</i>
Čistý zisk na akcii	76,9	81,6	86,1	95,9

Tab. č. 4 odhady možností výplaty dividendy
(Kč na akcii)

výplatní poměr	2011	2012	2013	2014	2015
50%	38,4	40,8	43,0	48,0	53,3
55%	42,3	44,9	47,3	52,8	58,6
60%*	46,1	49,0	51,6	57,5	63,9

* námi očekávaný poměr

Tab. č. 5 původní odhady možností výplaty dividendy
(Kč na akcii)

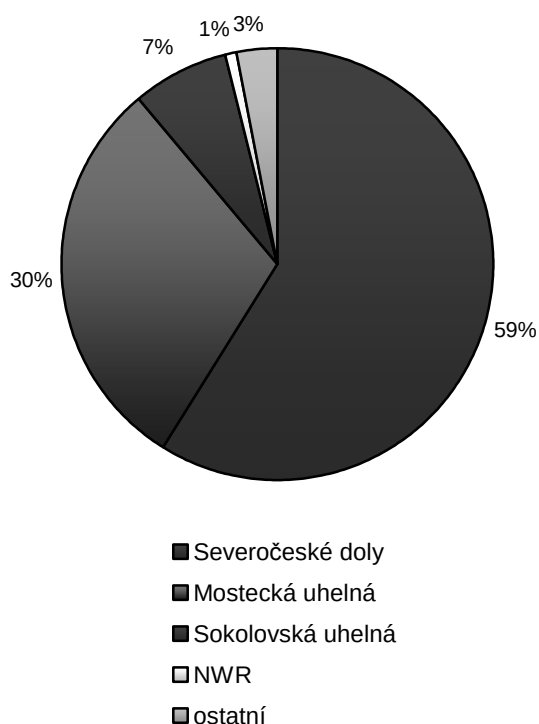
výplatní poměr	2011	2012	2013	2014	2015
50%	38,7	39,8	40,3	44,6	49,5
55%	42,6	43,8	44,4	49,1	54,5
60%*	46,4	47,8	48,4	53,6	59,4

* námi očekávaný poměr

Podle našeho odhadu bude cena za poloviční podíl v této hnědouhelné společnosti pohybovat na úrovni 7 miliard korun. Nákupem společnosti Energotrans chce ČEZ posílit svůj podíl na teplárenském trhu. Energotrans provozuje hnědouhelnou elektrárnu v Mělníku o instalovaném výkonu 352 MW a zároveň dodává teplo do Prahy. Skupina ČEZ plánuje v lokalitě Mělník vybudovat paroplynovou elektrárnu o výkonu 800 MW a nahradit tak stávající uhelný zdroj elektřiny a tepla. Nová paroplynová elektrárna by rovněž měla být jedním ze zdrojů tepla pro Prahu. Lokalita Mělník, je díky možnosti napojení na plynové vedení, vhodným místem na výstavbu paroplynového okruhu. ČEZ zde již provozuje několik uhelných bloků o celkovém instalovaném výkonu 720 MW. Odhadujeme, že skupina ČEZ zaplatí za nákup Energotransu (vlastněného Pražskou teplárenskou) více jak 14 miliard korun.

- Podle prohlášení vládních představitelů bude ponechán původně naplánovaný lineární systém přidělování emisních povolenek po roce 2013, avšak vyloučeny budou povolenky pro elektřinu na export. Alokace by se tak měla pohybovat v rozmezí 53-58% v roce 2013. Vzhledem k tomu, že zhruba 18% elektřiny vyrobené společností ČEZ směřuje na export odpovídá 58% povolenek na objem elektřiny očištěné o export 70% celkového objemu. Ministerstvo životního prostředí nedávno uvedlo, že výrobcům elektřiny v ČR rozdává v letech 2013 – 2020 108,2 milionů emisních povolenek (asi 2 miliardy euro). ČEZ by ve zmiňovaném období měl získat více jak 77 milionů emisních povolenek (cca. 1,4 miliardy euro). V tomto navrhovaném přidělu emisních povolenek jsou již zahrnuty avizované akvizice teplárny Trmice a společnosti Energotrans. V roce 2013 by objem darovaných emisních povolenek měl dosáhnout 19,4 milionů a v roce 2014 by měl poklesnout na 16,6 milionů povolenek. Darovaný objem povolenek bude lineárně klesat až do roku 2020 kdy bude nulová alokace volných povolenek. Nadále také předpokládáme, že darované emisní povolenky nebudou po roce 2013 podléhat darovací dani po roce 2013 (jak je tomu v současné době). I přesto, že finální rozhodnutí nebylo doposud učiněno, je podle našeho názoru malá pravděpodobnost, že by zmiňovaný systém přidělování emisních povolenek doznal výraznějších změn.

Graf č. 4 Objem dodávek uhlí pro ČEZ



- Spor se společností Mosteckou uhelnou (Czech Coal) ohledně cen uhlí. Tato společnost dodává energetické skupině ČEZ okolo 30% dodávek hnědého uhlí používaného k výrobě elektřiny, dlouhodobé cenové dohody vyprší v roce 2012 a v současné době panují neshody ohledně cen hnědého uhlí po roce 2012. Czech coal požaduje nárůst cen o 100%, což by mělo pro společnost ČEZ negativní dopad na ukazatel EBITDA více jak 3 miliardy korun. Podle našeho názoru je značně nepravděpodobné, že by došlo ke 100% nárůstu cen uhlí. Proti prudkému nárůstu cen hnědého uhlí se vyjádřil také ministr průmyslu a obchodu, když prohlásil, že ceny uhlí by se mohly nastavit podle nejlevnějšího prodejce uhlí (je však pravděpodobné, že by se toto stanovení cen týkalo pouze teplárenského průmyslu). V našem ocenění očekáváme, že po roce 2012 dojde k nárůstu cen hnědého uhlí maximálně o 30%.
- Negativní vliv na obchodování s akcemi společnosti ČEZ mělo rozhodnutí o vyřazení tohoto akciového titulu z hlavního indexu polské burzy WIG 20. ČEZ bude nahrazen polskou těžařskou společností JSW. Rozhodnutí bylo učiněno 8. srpna a k reálnému vyřazení dojde v září tohoto roku. Domníváme se však, že negativní dopad na akcie je již omezen, když hlavní index pro akcie ČEZ je pražský index PX.

Ohodnocení společnosti

K dnešnímu datu 22.8.2011 měníme doporučení a cílovou cenu u akciového titulu ČEZ, a to na koupit s cenou 930 Kč, investiční horizont 12 měsíců. Jedná se o změnu z předchozího doporučení držet a cílové ceny 923 Kč na akcii. Akcie této společnosti jsou podle našeho názoru v současné době podhodnoceny a očekáváme jejich budoucí růst. Vzhledem k aktuální tržní ceně na úrovni 760 korun představuje naše cílová cena více jak 20% růstový potenciál.

Pro výpočet vnitřní hodnoty společnosti CEZ, byl použit model DFC (diskontované cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, zisk, náklady, odpisy, investice..). K výpočtu bylo použito vlastních expertních odhadů budoucího hospodaření firmy v kombinaci s odhady uveřejňované agenturou Bloomberg. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow na akcii a jeho následné diskontování. Diskontní míra byla počítána jako průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).

Tabulka č. 6 výpočet WACC

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (TV)
risk free rate	3,37	3,37	3,37	3,37	3,37	3,37	3,37	3,37	3,37	4,20
expected market return	10,80	10,80	10,80	10,80	10,80	10,80	10,80	10,80	10,80	10,30
Beta	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
equity risk premium	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	5,04	4,14
cost of equity	8,41	8,41	8,41	8,41	8,41	8,41	8,41	8,41	8,41	8,34
cost of debt	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80	5,10
effective tax rate	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
cost of debt after tax	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	4,15
equity weight	0,75	0,75	0,70	0,70	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
debt weight	0,25	0,25	0,30	0,30	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
WACC	7,26	7,26	7,06	7,06	6,83	6,83	6,83	6,83	6,83	6,87

Tabulka č. 7 model diskontovaného cash flow

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rvenues grow	5,5%	1,8%	4,2%	4,8%	4,6%	0,9%	1,4%	0,9%	1,9%	1,2%
EBIT	60586	61067	64473	70516	75220	72185	71116	70793	72780	72695
Tax rate	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Tax on ebit	-11511	-11602	-12249	-13398	-14291	-13715	-13512	-13450	-13828	-13812
NOPLAT	49074	49464	52223	57118	60928	58470	57604	57342	58952	58883
Depreciation	24801	25297	25802	26577	27374	28195	29041	29912	30810	31734
WC	-380	560	-130	5300	1081	1280	1280	-30	80	180
CAPEX	-63268	-65249	-46917	-42967	-32972	-54326	-55329	-60235	-58600	-57500
Cf to the firm	10227	10072	30979	46028	56412	33619	32597	26990	31242	33297
Discounted CF	10227	9390	27029	37512	43307	24159	21926	16993	19670	389324
Enterprise value	599541									
net debt	142300									
Equity value	457241									
Number of Equity	534									
Cost of Equity	0,09									
target price CZK	930									

SWOT analýza:

- **Silné stránky**

- Velká stabilní společnost s působností ve střední a jižní Evropě.
- Nízká míra zadlužení, vysoká rentabilita a vysoké provozní marže.
- Systém přidělování emisních povolenek (i přes zdanění a snížení přiděleného objemu bude mít do roku 2019 výhodu oproti západoevropským konkurentům).

- **Slabé stránky**

- Velký vliv státu (stát v současné době vlastní téměř 70% akcií společnosti)
- Velká organizační struktura a nízká flexibilita společnosti.
- Citlivost na kolísání cen elektřiny na burzách.

- **Příležitosti**

- Distribuce plynu, od začátku roku 2010 ČEZ nabídl zákazníkům dodávky zemního plynu.
- Potenciál růstu cen elektřiny a zvýšení podílu na teplárenském trhu
- Dostavba dvou bloků jaderné elektrárny Temelín.

- **Hrozby**

- Vyšetřování EK, které stále pokračuje za bránění konkurenci ve vstupu na trh s elektřinou v ČR.
- Změna rozhodnutí Německa o odstoupení od jaderné energie.
- Regulační opatření ze strany EU a rozvoj fotovoltaických zdrojů.

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

Ing. Josef Novotný
Finanční analytik
www.fio.cz
josef.novotny@fio.cz

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

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio banka, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

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 vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, 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 nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio 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 propojené osoby. 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. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

K dnešnímu datu 22.8.2011 Fio banka, a.s. má platných 15 investičních doporučení. Z toho je 6 doporučení k nákupu, 5 doporučení akumulovat, 3 doporučení držet a 1 doporučení je na stupni redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.