

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 748 Kč

| | |
|------------------------------------|-------------------|
| ČEZ | |
| Souhrn doporučení | |
| Doporučení: | Koupit |
| Cílová cena (12M): | 748 Kč |
| Předchozí doporučení (4.10.2018): | Koupit |
| Předchozí cílová cena (4.10.2018): | 696 Kč |
| Datum vydání: | 25.10.2019 |

Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny

Tržní kapitalizace: 279 mld. Kč

Závěrečná cena k 24.10.2019 (čas 16:25): 524 Kč

Roční maximum (5.2.2019, čas 16:25): 570 Kč

Roční minimum (27.8.2019, čas 16:25): 509 Kč

Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP

Podíl v indexu PX: 19,5 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,8

Struktura akcionářů

Česká republika: 69,8 %

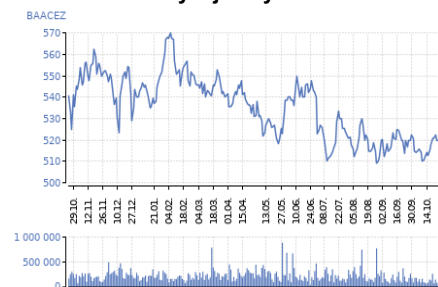
Free float: 30,2 %

V naší nové analýze na akcie společnosti ČEZ **zvyšujeme cílovou cenu vztahující se k 12měsíčnímu investičnímu horizontu z 696 Kč na 748 Kč a potvrzujeme nákupní doporučení.**

Stejně jako v předchozí analýze zůstáváme pozitivní ohledně budoucího vývoje hospodaření. **Nadále v následujících letech předpokládáme, hlavně pod vlivem příznivého vývoje tržních cen elektřiny, rostoucí trend v ziskovosti.** Od vydání našeho loňského reportu se v podstatě naplňovaly základní fundamentální faktory, jenž podporovaly ceny elektřiny. Jedná se zejména o plán odstavování německých výrobních konvenčních zdrojů v podobě jaderných a uhelných elektráren a opatření z půdy EU na podporu systému obchodování s emisními povolenkami ve formě vzniku tzv. tržní stabilizační rezervy mající za cíl stimulovat ceny povolenek. S těmito vlivy počítáme i v aktuální analýze.

Plán ukončení jaderné energetiky v Německu je stále platný, odstavování tamních jaderných bloků bude gradovat v letech 2021, resp. 2022 s objemem 10000 MW. Vedle toho se závěry německé uhelné komise začíná nabírat reálnějších kontur plánovaný postupný odklon od uhelné energetiky. Doporučený harmonogram je rozčleněn do několika fází, přičemž první vlna uzavírání německých uhelných bloků by měla kulminovat již v roce 2022 s objemem cca 12500 MW. V těchto letech tak podle našeho názoru mohou vznikat, právě v souvislosti s úbytkem konvenčních výrobních kapacit, na středoevropském energetickém trhu pnutí, což může vytvářet další tlaky na růst cen silové elektřiny na energetických burzách. Roky 2021 a 2022 jsou přitom obdobím, kdy ČEZ bude nejvíce předprodávat svoji elektřinu na roky 2022, resp. 2023 a mohl by tak z toho profitovat. Dále je potřeba podle našeho názoru stále vnímat pokračující dekarbonizační úsilí v EU, kdy nejen fungování tržní stabilizační rezervy, ale rovněž další snahy nadále zpříšňovat různé environmentální cíle, ať už v podobě razantnějšího snížení emisí skleníkových plynů, zvyšování podílu OZE či většího tlaku na energetické úspory, by měly i v dalších letech minimálně držet ceny povolenek na stávajících vyšších úrovních v rozmezí 25 – 30 EUR/tCO₂.

Fundament podporující vývoj tržních, potažmo realizačních cen silové elektřiny, za které bude ČEZ prodávat v následujících letech, je tak podle našeho názoru nadále silný a i v naší nové analýze tedy nemáme důvod měnit pozitivní náhled na ceny elektřiny, resp. ziskovost společnosti. Oproti předchozím odhadům naše prognózy navíc ještě vylepšujeme. Nahrává tomu i aktuální vývoj na energetických trzích, kdy se ceny elektřiny stále pohybují v blízkosti 50 EUR/MWh. Navyšujeme tak očekávanou

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ

 zdroj: www.fio.cz/e-broker

realizační cenu pro rok 2020 z úrovně 43 EUR na 44,3 EUR/MWh (baseload), na rok 2021 pak predikovanou průměrnou prodejní cenu oproti předešlé analýze **posouváme výše o 5,6 % na 47,5 EUR. Ve střednědobém výhledu, tzn. v letech 2022, resp. 2023 očekáváme překročení 50ti eurové hranice, konkrétně posun na 51,1 EUR, resp. 55 EUR**, když impulsem by mohla být zejména výše zmíněná akcelerace úbytku německých konvenčních výrobních kapacit. V předchozích predikcích jsme přitom ve střednědobém náhledu počítali s prodejními cenami mírně pod úrovní 50 EUR.

Výše zmíněná predikce realizačních cen elektřiny se pak pozitivně promítne do výhledu ziskovosti. Ve srovnání s předchozí prognózu nejsou aktuální výhledy provozní, potažmo čisté ziskovosti tak porovnatelné, když v nich již nepočítáme s příspěvkem bulharských aktiv (1 – 1,5 mld. Kč ročně), která byla letos prodána společnosti Eurohold. Transakce musí podléhat schválení bulharským antimonopolním úřadem a energetickým regulačním úřadem. Na celkové ocenění to však má neutrální dopad, když naopak počítáme s posílněním likvidní pozice o domluvenou prodejní cenu ve výši cca 8,6 mld. Kč, což vytváří potenciál pro výplatu mimořádné dividendy. Podle aktuálních informací však antimonopolní úřad vydal 24. října usnesení o zablokování této transakce. Proces prodeje společnosti Eurohold se tak komplikuje a byť se nyní snižuje pravděpodobnost uzavření transakce, situace zůstává nadále otevřená, když ČEZ bude zvažovat další postup např. v podobě odvolání. Domníváme se, že stále nelze vyloučit ani prodej jinému zájemci. I přes výše zmíněné aktuální informace tak v našich predikcích s prodejem bulharských aktiv zatím počítáme.

Po námi předpokládaném téměř 15% růstu letošního provozního zisku EBITDA na 56,8 mld. Kč **očekáváme výraznější zvýšení i v roce 2020, a to o dalších 15 % na cca 65,2 mld. Kč.** Jednoznačný pozitivní impuls přijde ze strany vyšších realizační cen elektřiny a rovněž námi předpokládaného nárůstu výroby z jádra a tuzemského uhlí. Celkově tak segment výroba – tradiční energetika podle našich odhadů v příštím roce přispěje do EBITDA, i přes další nárůst nákladů na emisní povolenky (ČEZ těží z příhodného energetického mixu, kdy více než 50 % elektřiny vyrábí bezemisně), zhruba 8 mld. Kč. V dalších letech pak v souladu s námi predikovanými prodejními cenami silové elektřiny očekáváme posun EBITDA nejprve k úrovni 69 mld. Kč a **posléze v letech 2022, resp. 2023 další nárůsty k 74 mld. Kč, resp. 78 mld. Kč. Oproti předchozí analýze tak vylepšujeme, i přes nezapočítání bulharského segmentu, především střednědobý výhled**, když původně jsme očekávali provozní ziskovost poblíž 73 mld. Kč.

Čistou ziskovost pak, vedle námi očekávaného příznivého vývoje na provozní úrovni hospodaření, může **pozitivně ovlivnit proces refinancování většího objemu dluhu.** ČEZu končí v letech 2020 – 2022 splatnost dluhopisů (z větší části se jedná o euroobligace) v celkovém objemu cca 62 mld. Kč. Pravděpodobně bude docházet k jejich refinancování, což by při současných nižších úrokových sazbách mělo přinést úspory na nákladových úrocích, jež odhadujeme poblíž 1,5 mld. Kč. Tato suma by dle našeho názoru mohla být impulsem především do čisté ziskovosti za roky 2020 a 2021, kdy očekáváme její posun ze 17,1 mld. Kč na 23,8 mld. Kč, resp. 27,5 mld. Kč. V letech 2022, resp. 2023 se čistý zisk dle našich projekcí zvýší na 31,7 mld. Kč, resp. 34,9 mld. Kč, zatímco naše předešlé střednědobé prognózy byly posazeny poblíž 30 mld. Kč.

Tabulka č.1: Základní ukazatele

| ČEZ | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------|---------|---------|---------|
| Produkcce elektřiny (GWh) | 61 132 | 62 887 | 63 080 |
| Instalovaný výkon (MW) | 15 600 | 14 900 | 15 000 |
| Výnosy (mil. Kč) | 203 744 | 205 092 | 184 486 |
| EBITDA (mil. Kč) | 58 082 | 53 921 | 49 535 |
| Čistý zisk* (mil. Kč) | 19 640 | 20 698 | 13 055 |
| P/E | 16,09 | 14,15 | 27,72 |
| P/S | 1,14 | 1,33 | 1,58 |
| ROA (%) | 2,32 | 2,99 | 1,55 |
| ROE (%) | 5,44 | 7,40 | 4,26 |

zdroj: ČEZ, Bloomberg; *očistěný čistý zisk

Pozitivní náhled na hospodaření společnosti se promítá i do námi predikovaného vývoje dividend. Po letošním poklesu dividendy z 33 Kč na 24 Kč na akcii **v příštím roce předpokládáme její opětovný návrat přes hranici 30 Kč. Konkrétně, v základním scénáři máme 32 Kč (6,2% dividendový výnos)**, v kontextu námi očekávaného zlepšujícího se provozního cash flow, relativně nízkých CAPEX nepřevyšujících 35 mld. Kč a klesajícího zadlužení by však pro ČEZ nemělo být problémem vyplatit i např. 35 Kč. **Navíc se domníváme, že již v příštím roce je zde potenciál výplaty mimořádné dividendy** (management tuto možnost naznačil letos na jaře při prezentaci divestiční strategie), když hotovostní pozice by mohla být vylepšena příjmem z prodeje bulharských aktiv. Výplatu ve výši 40 Kč na akcii bychom tak v tomto případě neviděli jako nereálnou, což by indikovalo velmi slušný 7,7% dividendový výnos.

V dalších letech pak v souladu s nadále se zlepšující ziskovostí a s tím souvisejícím stále robustnějším cash flow a klesající zadlužeností pod 2x čistý dluh/EBITDA **bude podle našich odhadů prostor pro další růsty dividend, a to k 42 Kč, resp. 46 Kč v letech 2021, resp. 2022.** Z delšího pohledu, tedy v roce 2023, pak dle naší predikce vychází i výplata v blízkosti 50 Kč na akcii, což vzhledem k aktuální ceně akcie značí cca 10% dividendový výnos. Možnost výraznější dividendy poblíž 50ti korunové hranice vidíme i v bližší budoucnosti (roky 2021 či 2022), a to v souvislosti s potenciálním prodejem rumunských aktiv. V našich predikcích ziskovosti zatím s rumunským segmentem (jenž generuje do EBITDA cca 3 mld. Kč ročně) počítáme, jelikož divestiční proces je zatím v počátku a není tak zřejmé kdy a zda vůbec dojde k prodeji tamních aktiv. Nicméně pokud by k divestici nakonec došlo, mohlo by to podle našich odhadů znamenat další posílení hotovostní pozice o cca 25 – 30 mld. Kč a motivaci vyplatit mimořádnou dividendu.

Celkově tedy zůstává náš pohled na akcie ČEZ pozitivní, v našich nových výhledech zisků a dividend jsme ještě o něco optimističtější než v předchozí analýze, což vyústilo ve zvýšení cílové ceny o 7,5 % na 748 Kč.

Náš příznivý názor není narušen ani problematikou potenciální výstavby nového jaderného bloku. Pokud jaderný projekt skutečně započne, pak v příštích deseti letech nedojde k zahájení samotné výstavby, budou probíhat pouze přípravné práce včetně tendru apod. Z toho v nejbližších čtyřech, pěti letech by byl dopad do hotovostní pozice ČEZu marginální, a to v řádu nízkých jednotek miliard korun. Objem ročních CAPEX by tak bez ohledu na jaderný projekt neměl dle výhledu samotného ČEZu v příštích čtyřech letech překročit 35 mld. Kč, což je z historického pohledu poměrně nízká úroveň investičních výdajů vytvářející silný potenciál pro výplatu výše naznačených dividend. V našem aktuálním ocenění a výhledech tak problematiku jaderného projektu nevnímáme jako fundamentální hrozbu, negativně neovlivňuje námi predikované zisky a celkovou likvidní pozici společnosti.

Akcie ČEZ tak nadále vnímáme na současných cenových úrovních jako výrazně podhodnocené, nabízející ve vztahu k naší cílové ceně více než 40% růstový potenciál. Diskont na tomto akciovém titulu je patrný i vůči sektoru, když západoevropské energetické společnosti jsou obchodovány v průměru za 9,4x EV/EBITDA 2019, resp. 8,2x EV/EBITDA 2020, zatímco ČEZ se aktuálně pohybuje na úrovni 7,4x, resp. 6,5x. I sektorové srovnání tak indikuje cenu akcií ČEZ přesahující hranici 700 Kč.

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

| rok 2018 | Výnosy ¹ | EBITDA | EBIT |
|----------------------------|---------------------|---------------|---------------|
| Výroba-tradiční energetika | 52 613 | 16 600 | -531 |
| <i>podíl na celku</i> | 28,52% | 33,51% | -2,69% |
| Výroba-nová energetika | 5 612 | 3 247 | 1 650 |
| <i>podíl na celku</i> | 3,04% | 6,55% | 8,35% |
| Distribuce | 40 599 | 19 747 | 12 976 |
| <i>podíl na celku</i> | 22,01% | 39,86% | 65,67% |
| Prodej | 78 430 | 4 317 | 3 847 |
| <i>podíl na celku</i> | 42,51% | 8,72% | 19,47% |
| Těžba | 4 713 | 3 751 | 1 424 |
| <i>podíl na celku</i> | 2,55% | 7,57% | 7,21% |
| Ostatní | 2 519 | 1 877 | 397 |
| <i>podíl na celku</i> | 1,37% | 3,79% | 2,01% |
| Celkem² | 184 486 | 49 535 | 19 759 |

zdroj: ČEZ, ¹výnosy bez výnosů mezi segmenty,
²Údaje v řádce 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. 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 2018 realizovala provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 16,6 mld. Kč a na celkové EBITDA se podílela 34 %. Naprostou většinu z této sumy pak ČEZ vygeneroval v ČR, konkrétně 15,6 mld. Kč. Segment distribuce pak v loňském roce vykázal EBITDA na úrovni 19,7 mld. Kč. I v tomto segmentu dominuje Česká republika se 17,2 mld. Kč.

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

Letos ČEZ očekává EBITDA, resp. očištěný čistý zisk ve výši 57 – 59 mld. Kč, resp. 17 – 19 mld. Kč. To je výraznější nárůst z loňských 49,5 mld. Kč, resp. 13,1 mld. Kč.

Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 1Q 2019

| mld. Kč | 1Q 2019 | Konsensus trhu* | 1Q 2018 | y/y |
|--------------------|---------|-----------------|---------|-------|
| Výnosy | 51,8 | 53,1 | 46,4 | 11,6% |
| EBITDA | 19,3 | 19,5 | 17,5 | 10,3% |
| EBIT | 11,8 | 12,4 | 10,4 | 13,5% |
| Čistý zisk | 8,8 | 8,5 | 7,3 | 20,5% |
| Zisk na akcii (Kč) | 16,5 | - | 13,6 | 21,3% |

zdroj: ČEZ, *průměr podle průzkumu společnosti ČEZ; pozn.: čistý zisk a zisk na akcii jsou očištěné o mimořádné vlivy

Tabulka č.4: Hospodářské výsledky za 2Q 2019

| mld. Kč | 2Q 2019 | Konsensus trhu* | 2Q 2018 | y/y |
|--------------------|---------|-----------------|---------|-------|
| Výnosy | 48,2 | 48,2 | 39,9 | 17,8% |
| EBITDA | 12,8 | 12,1 | 9,4 | 36,2% |
| EBIT | 5,3 | 5,0 | 2,3 | - |
| Čistý zisk | 3,2 | 2,8 | 0,6 | - |
| Zisk na akcii (Kč) | 6,0 | - | 1,2 | - |

zdroj: ČEZ, *průměr podle průzkumu společnosti ČEZ; pozn.: čistý zisk a zisk na akcii jsou očištěné o mimořádné vlivy

Bylo naplněno jedno z rizik letošní predikce v podobě soudního sporu se SŽDC. Kvůli vracce 1,3 mld. Kč SŽDC jsme ponížili výhled EBITDA, resp. očištěného čistého zisku z 58,1 mld. Kč na 56,8 mld. Kč, resp. 18,1 mld. Kč na 17,1 mld. Kč.

V letošním roce očekáváme 15% růst EBITDA

Do letošního roku vstupoval management společnosti s optimismem. Výhled letošního EBITDA zisku, resp. očištěného čistého zisku byl totiž stanoven do rozmezí 57 – 59 mld. Kč, resp. 17 – 19 mld. Kč, což je výrazně více než loni dosažených 49,5 mld. Kč, resp. 13,1 mld. Kč. Jednoznačným a předpokládaným tahounem letošních výsledků hospodaření bude cca 19% meziroční nárůst prodejních cen silové elektřiny, když ČEZ letos prodává elektřinu z většiny svých zdrojů v průměru za cca 37,5 EUR/MWh (baseload), zatímco v roce 2018 činila průměrná realizační cena v základním zatížení 31,5 EUR. ČEZ pak upřesnil, že včetně peakload (tedy zatížení ve špičkách) by letošní realizační cena měla mírně překročit hladinu 39 EUR, což indikuje cenu baseload i lehce nad úroveň 37,5 EUR. To mírně překračuje náš odhad o 0,5 – 1 EUR, když jsme původně předpokládali cenu ve výši 37 EUR/MWh.

Naši predikci letošního hospodaření jsme i po zveřejnění výsledků za 2Q 2019 v podstatě neměli důvod měnit. Nadále jsme drželi výhled EBITDA na úrovni 58,1 mld. Kč a pouze mírně jsme vylepšili díky solidnímu vývoji v prvním letošním čtvrtletí prognózu čisté ziskovosti ze 17,7 mld. Kč na 18,1 mld. Kč. Na jednu stranu jsme reflektovali neplánovaný výpadek na druhém dukovanském bloku, jenž trval téměř tři měsíce s námi odhadovaným negativním dopadem do EBITDA 0,7 – 0,8 mld. Kč, a rovněž nižší než managementem původně předpokládanou produkci z tuzemských uhelných elektráren (ČEZ původně předpokládal meziroční nárůst výroby o 11 %, tedy k úrovním poblíž 27 TWh, aktuálně to podle našeho názoru vypadá na maximálně mírný cca 2% růst k hladině 25 TWh), na druhou stranu jsme brali v potaz výše zmíněné mírně lepší než námi očekávané prodejní ceny elektřiny.

Také je potřeba zmínit tuzemskou distribuci, jejíž provozní ziskovost se vyvíjela jak v 1Q, tak ve 2Q mírně lépe, než jsme odhadovali, když se pozitivně projevoval zejména 3,5% meziroční nárůst objemu distribuované elektřiny ve druhém letošním kvartále s příznivým dopadem do EBITDA ve výši 0,4 mld. Kč. V segmentu prodeje pak negativní tlaky na marže v podobě růstu velkoobchodních cen elektřiny dokázaly solidně kompenzovat aktivity v oblasti energetických služeb (tzv. ESCO aktivity), a to jak v tuzemsku, tak v Německu. Díky tomu český segment prodeje vykázal ve 2Q 2019 meziroční stabilitu, v Německu byl pak vykázán meziroční růst provozní ziskovosti o 0,2 mld. Kč, když se pozitivně projevuje předloňská akvizice Elevionu. To vše jsou aspekty, díky kterým jsme, i přes výše zmíněné problémy s výrobou, ponechali po výsledcích za 2Q 2019 náš letošní výhled EBITDA nezměněn.

Posléze však přišlo soudní rozhodnutí, které naši letošní predikci negativně ovlivní. Koncem září totiž Městský soud v Praze rozhodl, že ČEZ musí Správě železniční dopravní cesty (SŽDC) vrátit celkem 1,3 mld. Kč. Tuto částku ČEZ zaúčtoval do provozního zisku EBITDA již ve 2Q 2015. Soudní spor však v průběhu posledních čtyř let v rámci odvolacích procesů pokračoval a v letošním roce se začal vyvíjet v neprospěch ČEZu, což se potvrdilo zářijovým verdiktem. Byť společnost s názorem soudu nesouhlasí a podá dovolání k Nejvyššímu soudu, tak rozhodnutí Městského soudu je pravomocné a celková suma 1,3 mld. Kč (1,1 mld. Kč plus příslušenství ve výši cca 0,2 mld. Kč, což jsou zejména úroky z prodlení) musí být vrácena.

Kvůli vratce SŽDC tak snižujeme výhled letošní EBITDA, resp. očištěného čistého zisku na 56,8 mld. Kč, resp. 17,1 mld. Kč. Management ČEZu zveřejní svůj aktualizovaný výhled hospodaření v polovině listopadu při oznámení výsledků za 3Q 2019 a podle našeho názoru hrozí, že letošní prognóza ziskovosti bude zkorigována na spodní hranu rozpětí 57 – 59 mld. Kč, resp. 17 – 19 mld. Kč.

Výhled hospodaření ve znamení rostoucích cen elektřiny

Stejně jako v předchozí analýze opíráme naše prognózy hospodaření o rostoucí trend cen silové elektřiny, za které bude ČEZ prodávat ze svých výrobních zdrojů. Oproti předešlé analýze se totiž v podstatě nezměnily základní fundamenty, jenž by podle našeho názoru měly i nadále podporovat tržní ceny elektřiny a vytvářet tak významný impuls do budoucích zisků ČEZu. Jedná se nadále zejména o předpokládaný úbytek konvenčních výrobních kapacit ve střeoevropském prostoru, a to především jak v podobě uzavírání veškerých německých jaderných elektráren, tak v podobě stále neutuchajícího tlaku na postupné odstavování německých uhelných elektráren. Dalším významným faktorem pro budoucí podporu cen elektřiny podle našeho názoru stále zůstanou ceny emisních povolenek, a to kvůli existenci tzv. tržní stabilizační rezervy, jenž má primárně za úkol zamezit výraznějšímu propadu jejich cen. Obecně se domníváme, že dekarbonizační úsilí ze strany EU v podobě přetrvávajících snah o zpřísnování unijních emisních cílů by mělo vytvářet spíše další tlaky na růst cen emisních povolenek (či minimálně udržet jejich ceny na současných vyšších úrovních) s pozitivním dopadem do tržních cen elektřiny na energetických burzách.

Tabulka č.6: Předchozí výhled zisků

| mld. Kč | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------|------|------|------|------|------|
| 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

Graf č.2: Vývoj ceny elektřiny od roku 2017 na německé burze (1Y kontrakt, EUR/MWh)



Tabulka č.5: Výhled hospodaření

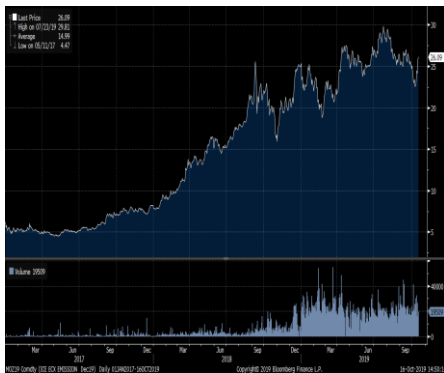
| mld. Kč | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Výnosy | 200,3 | 198,7 | 205,5 | 212,4 | 218,1 |
| EBITDA | 56,8 | 65,2 | 69,0 | 74,1 | 78,1 |
| EBIT | 28,4 | 36,8 | 40,6 | 45,7 | 49,7 |
| Čistý zisk | 17,1 | 23,8 | 27,5 | 31,7 | 34,9 |

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

Jak jsme již uváděli v předchozí analýze, tržní ceny elektřiny zaznamenaly zejména v důsledku stoupajících cen emisních povolenek a černého energetického uhlí výrazné růsty v průběhu roku 2018. Napříč jednotlivými kontrakty se tehdy ceny na německé energetické burze dostávaly přes hladinu 50 EUR/MWh a atakovaly mnohaletá maxima. Od té doby se elektřina s mírnými fluktuacemi stále drží na vyšších úrovních, konkrétně na německé burze se ceny pohybují v blízkosti 50 EUR, na pražské energetické burze se pak kontrakty na nejbližší dva roky pohybují kolem 51 EUR.

ČEZ z tohoto vývoje profituje a v průběhu času se mu daří neustále navyšovat průměrné prodejní (realizační) ceny silové elektřiny na budoucí roky a tím si tak zajišťovat tržby a ziskovost z výroby ve střednědobém horizontu. Pro srovnání, zatímco ještě na konci loňského října měl ČEZ na rok 2020 předprodáno 56 % elektřiny z většiny svých elektráren v průměru

Graf č.3: Vývoj ceny emisních povolenek od roku 2017 (EUR/tCO₂)



zdroj: Bloomberg

Německý plán na odstavení jaderných elektráren zůstává neměnný, tzn. od roku 2023 by již německý energetický mix neměl obsahovat jádro.

Německá snaha o postupný odklon od uhlé energetiky akceleruje prostřednictvím návrhů tzv. uhlé komise, která stanovila harmonogram uzavírání uhlé elektráren.

za 38,8 EUR (baseload), na rok 2021 pak 25 % objemů za průměrnou cenu 39,1 EUR a na rok 2022 průběžná zajištěná cena činila 37,4 EUR, tak v polovině letošního roku již průměrná realizační cena elektřiny na příští rok stoupla na 42,3 EUR při prodaném objemu na úrovni 73 %, na rok 2021 se pak cena zvýšila na 43,6 EUR při 42% objemu prodané elektřiny a na rok 2022 činí průběžná zajištěná cena 44,8 EUR při 16% objemech předprodané elektřiny.

Odstavování německých výrobních kapacit nadále vnímáme jako podporu pro budoucí vývoj cen elektřiny

V našich prognózách pak počítáme s tím, že finální realizační ceny elektřiny na jednotlivé roky budou ještě vyšší, než je aktuální stav. Vede nás k tomu jednak výše zmíněný současný vývoj tržních cen na energetických burzách pohybujících se poblíž 50ti eurové hranice a jednak existence výše naznačených podpůrných faktorů v podobě úbytku německých výrobních kapacit a dekarbonizačních snah Evropské unie. Jde především o stále platný plán ústupu od jaderné energetiky v Německu. V současné době zbývá uzavřít ještě 10007 MW jaderných bloků, s tím, že na konci roku 2019 bude odstaven jeden blok o výkonu 1468 MW a vše bude vrcholit v letech 2021, resp. 2022, kdy by měla být ukončena výroba v elektrárnách o výkonu 4254 MW, resp. 4285 MW.

Vedle toho je v Německu patrný zvyšující se akcent na postupné odstavování uhlé elektráren, který navíc nabral reálnějších kontur po zveřejnění zprávy tamní uhlé komise. Ta na počátku letošního roku zveřejnila harmonogram, podle kterého by v první vlně, tzn. do roku 2022, měl klesnout instalovaný výkon hnědo a černouhlé elektráren o cca 12500 MW na zhruba 32500 MW. V letech 2023 – 2030 má být uzavřeno dalších 17000 MW. Výroba ze zbylých cca 15500 MW by pak dle návrhu uhlé komise měla být ukončena nejpozději v roce 2038, resp. v případě vhodných podmínek by se termín posunul již na rok 2035. Dále bylo stanoveno, že v letech 2023, 2026, 2029 a 2032 bude komise hodnotit dosažený vývoj s tím, že harmonogram může být revidován. Byť zatím nejde o zcela závazné termíny jako v případě odstavení jaderných elektráren a vše musí být ještě implementováno konkrétními vládními opatřeními, je patrné, že postupné plánované uzavírání německých uhlé kapacit nabralo se závěry uhlé komise konkrétnějších obrysů a podle našeho názoru je naplňování harmonogramu čím dál více pravděpodobné.

Výše uvedený mix faktorů podporující ceny elektřiny včetně vlivu emisních povolenek, jejichž ceny by se podle našeho názoru nadále měly držet pod vlivem dekarbonizačního úsilí EU na současných vyšších úrovních a pohybovat se v intervalu 25 – 30 EUR/tCO₂, se od vydání naší loňské analýzy na společnost ČEZ v podstatě naplňoval a i v aktuálním reportu ho vnímáme jako základní tezi pro budoucí vývoj tržních, potažmo prodejních (realizačních) cen elektřiny, resp. ziskovosti ČEZu. I nadále tak počítáme s tím, že ČEZu v příštích letech porostou prodejní ceny silové elektřiny, naše nová predikce je navíc ještě o něco optimističtější.

Očekáváme tedy, že v roce 2020 společnost vykáže další výraznější meziroční nárůst realizačních cen elektřiny, a to o 18,1 % na cca 44,3 EUR, což je mírné navýšení naší předchozí prognózy o 1,3 EUR. V roce 2021 by pak dle našich odhadů mělo docházet k dalšímu navýšení ke 47,5 EUR,

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

| rok | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------|------|------|------|------|
| cena | 44,3 | 47,5 | 51,1 | 55 |

zdroj: odhady Fio

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

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

zdroj: odhady Fio

Od roku 2020 již v našich prognózách ziskovosti nepočítáme s bulharským segmentem, jenž byl v polovině roku 2019 prodán za cca 8,6 mld. Kč. Transakce ještě musí být schválena bulharskými úřady. Segment ročně generoval do EBITDA 1 – 1,5 mld. Kč.

Očekávaný 18% růst realizačních cen elektřiny by měl přinést do EBITDA za rok 2020 zhruba 7 mld. Kč.

Růst výroby z jádra a tuzemských pánevních uhelných elektráren přinese dalších cca 1 mld. Kč.

Celkově by tak segment výroba – tradiční energetika mohl do EBITDA za rok 2020 přispět 8 mld. Kč.

když hlavní impuls shledáváme zejména v očekávaném započetí první vlny odstavení německých uhelných kapacit. Vylepšujeme tak naši prognózu z úrovně 45 EUR/MWh. Jak uvádíme výše, v průběhu let 2021 a 2022 bude vrcholit uzavírání německých jaderných elektráren, do toho by měla kulminovat první vlna německého odklonu od uhlí. V důsledku tohoto úbytku kapacit tak může docházet (i přes další rozvoj obnovitelných zdrojů) k výraznějšímu pnutí na středoevropském energetickém trhu, které může vyvolávat další tlaky na růst cen elektřiny. V těchto letech bude ČEZ intenzivně prodávat svoji silovou elektřinu na roky 2022, resp. 2023 a podle našeho názoru existují silné předpoklady k tomu, že jeho prodejní (realizační) ceny překročí hranici 50 EUR. Konkrétně, pro rok 2022 odhadujeme cenu 51,1 EUR a pro rok 2023 pak navýšení o dalších zhruba 7,6 % y/y na 55 EUR. Opět tak tímto vylepšujeme naši předchozí prognózu, ve které jsme pro střednědobý horizont předpokládali ceny lehce pod úrovní 50 EUR.

Nadále se zlepšující ziskovost i v roce 2020

Ve srovnání s předchozí analýzou neměníme základní tezi ohledně budoucího vývoje hospodaření. I nadále předpokládáme zejména pod vlivem výše zmíněného predikovaného vývoje prodejních cen silové elektřiny příznivý trend ziskovosti společnosti. Očekáváme, že v roce 2020 dojde k obdobně výraznému nárůstu ziskovosti, jako je to předpokládáno v roce letošním. Podle našich odhadů dosáhne v příštím roce provozní zisk EBITDA, resp. očištěný čistý zisk úrovně 65,2 mld. Kč, resp. 23,8 mld. Kč, což by znamenalo meziroční růst o 14,8 %, resp. 39,2 %.

ČEZ sice v příštím roce bude muset opětovně čelit zvyšujícím se nákladům na emisní povolenky v důsledku kombinace jejich rostoucí ceny a nižšího přidělu povolenek získávaných zdarma, nicméně díky vhodnému energetickému mixu, kdy společnost vyrábí zhruba 53 - 54 % elektřiny z bezemisních zdrojů (drtivou většinou se na tom podílí jádro), je růst cen povolenek výrazně vykompenzován vyššími cenami elektřiny. Celkový čistý pozitivní efekt do EBITDA plynoucí z očekávaného růstu realizačních cen elektřiny na úrovně poblíž 44,3 EUR tak odhadujeme na zhruba 7 mld. Kč.

Vedle toho předpokládáme příznivý dopad plynoucí z vyšší výroby. Očekáváme, že se ČEZu v roce 2020 podaří navýšit produkci jak z jaderných, tak tuzemských uhelných elektráren. U jaderných elektráren předpokládáme výrobu alespoň na hladině 31 TWh, což byla ambice již pro letošní rok (konkrétně 31,2 TWh). Téměř tříměsíční neplánovaná odstávka na druhém dukovanském bloku však podle našich odhadů srazí letošní produkci k 30,2 TWh. Námi predikovaný meziroční růst o cca 0,8 TWh by tak mohl v roce 2020 přinést do EBITDA zhruba 0,7 mld. Kč.

Vyšší výrobu očekáváme rovněž ze strany tuzemského uhlí, které letos zřejmě vykáže pouze stabilitu či přinejlepším mírný cca 2% růst. Za očekáváním letos zůstávají především modernizované či nové (a tedy účinné) pánevní elektrárny jako jsou Tušimice, Pruněřov a Ledvice. Zde vidíme prostor pro zlepšení v roce 2020, naznačují to i vyjádření ze strany managementu společnosti. Uhelná energetika je sice obecně pod tlakem rostoucích emisních povolenek, nicméně výše zmíněné uhelné elektrárny díky své vyšší účinnosti spalují méně uhlí na jednu vyrobenou MWh elektřiny a tím generují nižší náklady na emisní povolenky. Velmi podstatným prvkem

Předpokládáme pokračující růsty v ESCO aktivitách, což by mohlo v roce 2020 generovat do provozní ziskovosti dalších 0,3 mld. Kč a posunout EBITDA z těchto komplexních energetických služeb k 1,4 mld. Kč.

Předpokládaný proces refinancování významnější části dluhu by mohl vést ke snížení nákladových úroků o cca 1,5 mld. Kč s pozitivním dopadem do čisté ziskovosti.

pro ekonomiku těchto zdrojů je rovněž fakt, že jsou napájeny vlastním uhlím z dolů Bílina a Tušimice, což výrazně snižuje provozní náklady o marži, která by jinak musela být placena externímu dodavateli uhlí. Důležitým aspektem jsou také velmi nízké logistické náklady, když oba dva doly jsou v bezprostřední blízkosti elektráren. Tyto pro ČEZ stěžejní tuzemské uhelné zdroje, s jejichž provozem ČEZ počítá dlouhodobě (s Tušimicemi a Prunéřovem je počítáno až za horizont let 2035 či 2037, tedy k roku 2040, Ledvice by pak měly vyrábět až za rok 2040, hypoteticky by mohly být k dispozici až k roku 2050, tedy do vyuhlení zásob dolu Bílina), tak i v dobách vyšších cen povolenek generují velmi solidní hrubou marží okolo 20 EUR/MWh a pozitivně ovlivňují EBITDA. Očekáváme tedy, že ČEZ v roce 2020 vyrobí z tuzemského uhlí minimálně 25,5 TWh elektřiny (zvýšení z letošních předpokládaných 24,9 TWh, což nám indikuje meziroční příspěvek do EBITDA kolem 0,3 mld. Kč. Celkově tak podle našich odhadů navýšení výroby z jádra a uhlí přinese do provozní ziskovosti v příštím roce cca 1 mld. Kč.

ČEZ má ambici nadále rozvíjet perspektivní trh ESCO služeb (komplexních energetických služeb pro průmyslové podniky, firmy a obce či veřejnou správu). V letošním roce společnost plánuje z ESCO aktivit navýšit tržby o 36% na hladinu 21,6 mld. Kč. Dvouciferný růst výnosů chce management ČEZu udržet i v roce 2020, což by podle našich odhadů mohlo generovat příspěvek do EBITDA ve výši 0,3 mld. Kč. Celkově by se tak EBITDA z ESCO služeb mohla v příštím roce přibližovat k hladině 1,4 mld. Kč. Byť z pohledu celého ČEZu jde stále o doplňkový byznys, tak v posledních letech se provozní ziskovost z energetických služeb díky akvizičnímu a organickému růstu postupně posunula ze stovek miliónů korun až přes hranici 1 mld. Kč. ESCO služby tak posilují segment prodeje, do něhož se řadí. V poslední době navíc sehrává ziskovost z těchto služeb důležitou roli v kompenzaci negativních tlaků v maloobchodním prodeji elektřiny plynoucí z růstu silové (velkoobchodní) ceny elektřiny. Ve střednědobém horizontu bychom předpokládali posun EBITDA z ESCO aktivit k úrovni 2 mld. Kč.

V tradičně víceméně stabilním distribučním segmentu ani v příštím roce nepředpokládáme výraznější fluktuace, EBITDA ze stěžejní tuzemské distribuce by se tak měla pohybovat v blízkosti 17 mld. Kč. Provozní ziskovost distribuce ponížujeme pouze o bulharské aktivity, se kterými (jak uvádíme výše) již od roku 2020 nepočítáme v našich predikcích. Jedná se o cca 1 mld. Kč, včetně marginálního segmentu bulharského prodeje pak jde o celkových zhruba 1,2 mld. Kč.

Díky výše uvedeným faktorům (včetně absence letošního negativního vlivu v podobě vratky 1,3 mld. Kč SŽDC) by tak měla mít EBITDA za rok 2020 potenciál se dostat k úrovni 65,2 mld. Kč. Finanční část výsledovky by navíc mohla v příštím roce profitovat z nastartování procesu refinancování dluhu. ČEZ totiž bude muset v letech 2020 – 2022 splatit poměrně významný objem dluhopisů v hodnotě téměř 62 mld. Kč. Z velké většiny se jedná o dluhopisy denominované v eurech. Management společnosti naznačil, že má v plánu tento dluh refinancovat. Podmínky k této operaci jsou nyní na finančních trzích příznivé, když indikace výnosové míry na desetiletý eurodluhopis činí cca 1,5 %, zatímco úrokový kupón z většiny dluhu se pohybuje v rozmezí 4,5 – 5 %. Odhadujeme, že celkové úspory plynoucí z refinancování dluhopisů by mohly činit kolem 1,5 mld. Kč s tím, že většina by se do nákladových úroků mohla pozitivně projevit již v letech 2020, resp. 2021, a to ve výši 0,6 mld. Kč, resp. 0,8 mld. Kč.

V našich predikcích prozatím ponecháváme rumunská aktiva, jenž ročně generují do EBITDA cca 3 mld. Kč. Divestiční proces těchto aktiv je teprve na začátku, není tak zatím zřejmé, kdy a zda se prodej vůbec uskuteční.

Kombinace námi předpokládaného příznivého vývoje na provozní úrovni hospodaření a finančního impulsu v podobě úrokových úspor pak podle našich odhadů povede v příštím roce k nárůstu očištěného čistého zisku z letošních očekávaných 17,1 mld. Kč k hranici poblíž 23,8 mld. Kč.

Střednědobý horizont

Jak naznačujeme výše, růsty v ziskovosti očekáváme i v dalších letech. Zejména pod vlivem námi prognózovaného příznivého vývoje realizačních cen silové elektřiny očekáváme v roce 2021 posun EBITDA zisku, resp. očištěného čistého zisku k 69 mld. Kč, resp. 27,5 mld. Kč, v roce 2022 další zlepšení k úrovni 74,1 mld. Kč, resp. 31,7 mld. Kč a v roce 2023 pak dosažení provozní ziskovosti poblíž 78 mld. Kč a čisté ziskovosti kolem 35 mld. Kč. Tento předpokládaný vývoj by podle našeho názoru neměl být narušen plánem postupného odstavování některých uhelných zdrojů (bloků) z výrobního portfolia ČEZu. A to především proto, že se jedná o elektrárny, jejichž příspěvek do provozní ziskovosti je často už nyní v podstatě nevýznamný, anebo dokonce nulový, když např. uhelný zdroj v Mělníku o výkonu 500 MW již, z důvodu jeho zastaralosti a tudíž ekonomické nevýhodnosti především kvůli rostoucím cenám emisních povolenek, prakticky nevyrábí. Útlum v letech 2020 a 2021 čeká i další dva mělnické bloky, nicméně jedná se o poměrně malý instalovaný výkon v objemu 220 MW, což opět není něco, co by z pohledu celkové velikosti ČEZu mělo výrazně vychýlit hospodaření. Prakticky to samé lze říci o černouhelné elektrárně Dětmárovice, jejíž výkon zřejmě bude ČEZ chtít do roku 2025 postupně omezit na polovinu na hladinu 400 MW. I v tomto případě jde totiž o zastaralý zdroj s již marginálním dopadem do ziskovosti.

Jak již uvádíme výše, z pohledu produkce elektřiny a celkové profitability bude v dalších letech důležité, v jaké kondici budou pátevní konvenční zdroje jako jsou jaderné elektrárny (v jejich případě stále sledujeme dlouhodobý potenciál roční produkce v rozmezí 31,5 – 32 TWh, což ve svých prezentacích potvrzuje i samotný ČEZ) a komplexně zmodernizované či nové uhelné elektrárny Tušimice, Prunéřov a Ledvice, jejichž ekonomika je i v období vyšších cen povolenek díky jejich účinnosti, vytíženosti a propojení s vlastními doly daleko robustnější než v případě zastaralých zdrojů nemající přístup k vlastnímu uhlí ze Skupiny ČEZ. Pokud se těmito stěžejním výrobním zdrojům vyhnou neplánované odstávky, pak by měly být v období zvyšujících se realizačních cen elektřiny významným přispěvatelem do ziskovosti společnosti.

Dividendová politika

Po letošním výkyvu dividendy směrem dolů z 33 Kč na 24 Kč na akcii očekáváme v příštím roce opětovný návrat přes hranici 30 Kč. Nahrává tomu letošní předpokládané výrazné zlepšení očištěného čistého zisku, jenž je (jak uvádíme výše) prozatím managementem společnosti očekáván v rozmezí 17 – 19 mld. Kč, náš odhad je pak konzervativnější na úrovni 17,1 mld. Kč. ČEZ letos mírně upravil dividendovou politiku s tím, že posunul výplatní poměr z původních 60 – 100 % očištěného čistého zisku na 80 – 100 %. Očekáváme, že ČEZ bude mít v roce 2020 tendenci, vzhledem k dobré kondici jeho hospodaření, ponechat výplatní poměr na horní hraně rozpětí. To by znamenalo, v případě naplnění našeho letošního výhledu čisté ziskovosti, v příštím roce dividendu ve výši 32 Kč na akcii. Ve vztahu

Tabulka č.9: Výhled dividend 2020 – 2023

| 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------|------|------|------|
| 32 | 42,3 | 46,3 | 53,3 |

zdroj: odhady Fio

Tabulka č.10: Předchozí výhled dividend 2019 – 2022

| 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|------|------|------|
| 33 | 35 | 40 | 43 |

zdroj: odhady Fio

V příštím roce očekáváme návrat dividendy přes hranici 30 Kč na akcii.

V základním scénáři prognózuje v roce 2020 dividendu 32 Kč na akcii.

V důsledku silné likvidní pozice však vidíme prostor pro výplatu 35 Kč, v případě dotažení prodeje bulharských aktiv vidíme možnost výplaty mimořádné dividendy a posun její výše k hranici 40 Kč.

Potenciál pro mimořádnou dividendu vzniká i případným prodejem rumunských aktiv. V tomto případě by se dividendu mohla pohybovat i kolem 50 Kč na akcii, což by znamenalo 9,6% dividendový výnos.

k aktuální ceně akcie ČEZ to indikuje solidní 6,2% dividendový výnos.

Na druhou stranu čisté provozní cash flow by dle naší prognózy mohlo v příštím roce atakovat hranici 60 mld. Kč, což v kombinaci s CAPEX, jenž by neměly přesáhnout 35 mld. Kč, poskytuje pohodlný prostor k tomu, aby dividendu mohla být alespoň 35 Kč (6,7% dividendový výnos). A to aniž by se zvyšovalo riziko zadlužení, u kterého v roce 2020 očekáváme jen díky předpokládanému zlepšení provozní ziskovosti pokles z aktuálních úrovní 2,6x čistý dluh/EBITDA k úrovni 2,2x. Pokud pak do cash flow započítáme očekávaný příjem z prodeje bulharských aktiv ve výši cca 8,6 mld. Kč, pak se zadluženost podle našich predikcí dostává do rozmezí 2 – 2,1x.

Dále je potřeba zmínit další dimenzi možné výplaty dividendy. Management ČEZu při prezentaci své divestiční strategie zmínil možnost výplaty mimořádné dividendy. V případě, že skutečně dojde ze strany bulharských úřadů ke schválení prodeje bulharských aktiv, tak ČEZ na konci roku 2019 nebo začátkem roku 2020 zinkasuje výše zmíněných 8,6 mld. Kč, což je zhruba 16 Kč na akcii. Pak by měl ČEZ v příštím roce prostor se alespoň částečně podělit s akcionáři o tento příjem s tím, že dividendu ve výši kolem 40 Kč bychom neviděli jako nereálnou (opět bez jakéhokoliv tlaku na zadluženost či hrozby zhoršení ratingu). V tomto případě bychom se dostávali k atraktivnímu 7,7% dividendovému výnosu.

S námi předpokládaným zlepšováním ziskovosti pak v dalších letech očekáváme akceleraci dividendy přes hranici 40 Kč na akcii. Konkrétně, v roce 2021 by mohla činit 42,3 Kč, v roce 2022 bychom viděli dividendu na úrovni 46,3 Kč a v roce 2023 pak nevidíme jako nereálný scénář posun dividendy přes 50 Kč, pokud se naplní náš předpoklad přibližování se čisté ziskovosti k hranici 30 mld. Kč. Oproti naší předchozí analýze tak posouváme střednědobý výhled dividend, když jsme původně pro roky 2021, resp. 2022 prognózovali pozvolnější nárůsty k úrovni 40 Kč, resp. mírně nad tuto hranici.

Navíc i ve střednědobém horizontu shledáváme potenciál pro mimořádnou dividendu, a to především v kontextu možného prodeje rumunských aktiv. Na rozdíl od prodeje bulharských aktiv je proces divestice rumunského majetku teprve na začátku a v tuto chvíli tak nelze přesně předjímat, kdy a jestli vůbec k prodeji skutečně dojde. Nicméně potenciál posílení cash flow je výrazně vyšší než u bulharských aktiv. Rumunský byznys ČEZu je totiž větší a generuje do EBITDA přibližně dvakrát až třikrát více než je tomu u Bulharska. Celkem tak v této zemi společnost realizuje roční provozní ziskovost kolem 3 mld. Kč, za letošní rok očekáváme 3,3 mld. Kč. ČEZ prodal bulharská aktiva za cca 7x loňské EBITDA. Domníváme se, že v případě rumunských aktiv by mohlo být dosaženo o něco vyšších násobků. I v Rumunsku si ČEZ v minulosti prošel různými problémy týkající se regulatorního prostředí, situace však nikdy nebyla tak vyhocená jako v Bulharsku. Pro investory tak může být rumunský trh atraktivnější než bulharský, a to zejména o existenci větrného parku, jenž inkasuje nad ceny elektřiny ještě podporu OZE v podobě zelených certifikátů. Dosažení 8 – 9x násobku EBITDA za prodej rumunských aktiv je tak podle našeho názoru reálné, což by indikovalo prodejní cenu v rozmezí 25 – 30 mld. Kč. V případě prodeje těchto aktiv se tedy potenciál pro mimořádnou dividendu zvyšuje, podle našeho názoru bychom se pak mohli dočkat cca 50ti korunové dividendy již v letech 2021, resp. 2022.

Ocenění společnosti
Tabulka č.11: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | pokračující fáze |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------------------|
| risk free rate (%) | 1,30 | 1,50 | 1,90 | 2,20 | 2,50 | 2,70 |
| market return (%) | 9,00 | 9,10 | 9,20 | 9,30 | 9,40 | 10,00 |
| beta | 0,80 | 0,80 | 0,80 | 0,80 | 0,80 | 0,80 |
| equity risk premium (%) | 6,16 | 6,08 | 5,84 | 5,68 | 5,52 | 5,84 |
| cost of equity (%) | 7,46 | 7,58 | 7,74 | 7,88 | 8,02 | 8,54 |
| cost of debt (%) | 3,70 | 3,80 | 3,90 | 4,00 | 4,10 | 4,20 |
| effective tax rate (%) | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 |
| cost of debt after tax (%) | 2,96 | 3,04 | 3,12 | 3,20 | 3,28 | 3,36 |
| equity weight | 0,63 | 0,64 | 0,65 | 0,66 | 0,66 | 0,66 |
| debt weight | 0,37 | 0,36 | 0,35 | 0,34 | 0,34 | 0,34 |
| WACC (%) | 5,82 | 5,95 | 6,11 | 6,28 | 6,40 | 6,79 |

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

Tabulka č.12: Model diskontovaného cash flow

| mld. Kč | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------------|------------|------|------|------|------|
| EBIT | 28,4 | 36,8 | 40,6 | 45,7 | 49,7 |
| tax rate (%) | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 |
| NOPAT | 22,8 | 29,4 | 32,5 | 36,5 | 39,8 |
| depreciation | 28,4 | 28,4 | 28,4 | 28,4 | 28,4 |
| change in WC | -9,4 | -0,7 | -2,4 | -0,4 | 3,3 |
| CAPEX | 35,5 | 34,4 | 35,2 | 31,8 | 32,0 |
| CF to the firm | 25,1 | 24,1 | 28,1 | 33,6 | 32,9 |
| DCF | 5,9 | 22,7 | 24,9 | 28,0 | 25,6 |
| sum of the DCF | 107,2 | | | | |
| terminal value | 436,2 | | | | |
| net debt | 143,2 | | | | |
| equity value | 400,2 | | | | |
| number of shares (mil. ks) | 534,7 | | | | |
| target price (CZK) | 748 | | | | |

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 průměrně 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.13: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

| pokračující růst | WACC | | | | |
|------------------|-------|-------|------------|-------|-------|
| | 6,39% | 6,59% | 6,79% | 6,99% | 7,19% |
| 0,6% | 761 | 727 | 696 | 666 | 639 |
| 0,8% | 790 | 754 | 721 | 690 | 661 |
| 1,0% | 822 | 784 | 748 | 715 | 684 |
| 1,2% | 856 | 815 | 778 | 742 | 709 |
| 1,4% | 893 | 849 | 809 | 771 | 736 |

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**

- Další růst tržních cen elektřiny vytváří v kratším i střednědobém horizontu potenciál pro zvýšení cen silové elektřiny, za které ČEZ bude prodávat ze svých elektráren.
- Potenciál navýšení výroby z jaderných elektráren do rozmezí 31,5 – 32 TWh.
- Silné pátevní uhelné zdroje – Tušimice, Pruněřov (obě komplexně zmodernizované elektrárny), Ledvice (nová elektrárna).
- 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 nenesou odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování 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 – 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**