

Doporučení: Akumulovat
Cílová cena: 736 Kč

ČEZ	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Akumulovat
Cílová cena (12M):	736 Kč
Předchozí doporučení (3.7.2020):	Koupit
Předchozí cílová cena (3.7.2020):	659 Kč
Datum vydání:	25.8.2021

Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny

Tržní kapitalizace: 360 mld. Kč

Závěrečná cena k 24.8.2021 (čas 16:25): 673 Kč

Roční maximum (24.8.2021, čas 16:25): 673 Kč

Roční minimum (12.10.2020, čas 16:25): 435 Kč

Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP

Podíl v indexu PX: 19,3 %

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 659 Kč na 736 Kč.** Ve vztahu k aktuální tržní ceně tento akciový titul nabízí zhruba 10% růstový potenciál, a proto **stanovujeme doporučení „akumulovat“.**

Cílovou cenu vylepšujeme na pozadí **výrazně rostoucích tržních cen elektřiny**, což se v příštích letech pozitivně projeví do realizačních cen, za které bude ČEZ prodávat silovou elektřinu ze svých elektráren. Energetický trh v posledním období prochází významnou expanzí. **Ceny elektřiny na energetických burzách se nachází na 13letých maximech.** Od podzimních minim vykázal robustní nárůst zejména roční kontrakt, jenž přidal více než 124 % a nyní dosahuje úrovní přesahující 80 EUR/MWh. Pozadu nezůstávají ani delší kontrakty, které vzrostly o 75 %, resp. 50 % na cca 70 EUR, resp. 64 EUR. Vývoj na cenách elektřiny je odrazem „býčího“ trendu na komoditních trzích, včetně trhu s emisními povolenkami. Mix zvýšené poptávky a omezení na straně nabídky výrazně podporuje ceny uhlí a zemního plynu. Obě komodity se nachází na víceletých maximech.

Samostatnou kapitolou je pak **evropských trh s emisními povolenkami (EU ETS)**, který jednak pod vlivem dřívějších regulačních zásahů v podobě vzniku tržní stabilizační rezervy získal stabilitu, a jednak **pod vlivem čím dál přísnějších evropských klimatických cílů výrazně oživil.** Energetický trh upozorněl. Do hry vstupuje výrazně ambicióznější „Green Deal“ (Zelená dohoda) znamenající větší tlaky na dekarbonizaci evropských ekonomik. Důvěra ze strany energetických a průmyslových společností v postupné naplňování ekologicko-klimatických cílů a v postupnou přeměnu energetiky založené na fosilních palivech na energetiku bezemisní je patrná. Trh EU ETS se v reakci na výše uvedené na přelomu roku 2020 a 2021 naplno rozpohyboval, obavy z budoucího nárůstu cen povolenek nastartovaly poptávku. Od letošního roku tak ceny povolenek zažívají nebývalý růst, z cen kolem 30 EUR/tCO₂ se postupně dostávaly přes hranici 50 EUR, **aktuálně se obchodují v blízkosti 55 – 57 EUR a jsou na historických maximech.** Právě tento pohyb na povolenkách byl hlavním podpůrným faktorem pro ceny elektřiny.

Jsou tedy vytvořeny podmínky k tomu, aby v nejbližších letech realizační ceny elektřiny výrazněji rostly s pozitivním dopadem do ziskovosti ČEZu, resp. do výplaty dividend. Byť jsou ceny komodit, emisních povolenek a tržních cen elektřiny na dlouholetých či historických maximech a v našich predikcích konzervativně předpokládáme v krátkodobém horizontu určité

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ

 zdroj: www.fio.cz/e-broker

korekce cen (např. spuštění plynovodu Nord Stream 2 může přinést zvýšení nabídky ruského plynu v Evropě a tlaky na pokles ceny, s postupným odezněním překážek na nabídkové straně může korigovat i cena uhlí), tak **z delšího pohledu budou podle našeho názoru převládat faktory podporující ceny elektřiny. Především by to měl být již výše zmíněný systém EU ETS, resp. ceny povolenek.** Krátkodobé korekce či volatilita pravděpodobně přijdou, zejména po výrazných růstech v posledním půlroce, nicméně v následující dekádě očekávané neutuchající tlaky na dekarbonizaci by měly vytvářet dlouhodobou podporu pro ceny povolenek s pozitivním dopadem do cen elektřiny. **Vedle toho v letošním a příštím roce vrcholí odstavení německých jaderných elektráren a v roce 2022 bude končit první fáze německého odklonu od uhlí.** V nejbližším období tak na stěžejním německém energetickém trhu dojde k odstavení významného instalovaného výkonu konvenčních zdrojů a byť proti tomu půjde rozvoj OZE, tak z celkového pohledu jsme nadále toho názoru, že úbytek konvenčních kapacit by měl být zřetelným podpůrným faktorem pro ceny elektřiny.

Zvyšujeme tak výhled realizačních cen elektřiny v základním zatížení baseload **pro rok 2022 z předchozích 46,7 EUR na 55,2 EUR, resp. pro období 2023 – 2025 z úrovní kolem 50 EUR do rozmezí 60 – 63 EUR.** Příznivý vývoj prodejních cen elektřiny bude tlumen předpokládaným růstem nákupních cen emisních povolenek, nicméně produktový mix by měl být, vlivem očekávané klesající výroby z uhlí a rostoucího podílu produkce z jádra, OZE a plynu, natolik příznivý, že efekt rostoucích cen elektřiny převáží s pozitivním dopadem do zisků. Po letošním očekávaném poklesu ziskovosti způsobeném především divesticemi rumunských a bulharských aktiv tak od příštího roku predikujeme pozitivní trend v hospodaření s nárůstem EBITDA nejprve k úrovni **64 mld. Kč, ve střednědobém horizontu pak odhadujeme posun provozní ziskovosti do intervalu 68 – 70 mld. Kč.** Očištěný čistý zisk, sloužící jako základna pro výplatu dividendy, v příštím roce očekáváme **vyšší o 24 % na úrovni 24,3 mld. Kč, pro období let 2023 – 2025 shledáváme čistou ziskovost mezi 27 – 29 mld. Kč.** Srovnání s naší předchozí predikcí ziskovosti není zcela porovnatelné, když loňská analýza ještě obsahuje bulharská aktiva. I přes absenci bulharského byznysu však výhled vyznívá optimističtější než předešlé odhady, na úrovni EBITDA je vyšší v průměru o téměř 3 %, výhled čistého zisku pak zvedáme v průměru o téměř 10 %, když se navíc projevují mírně nižší odpisy a úrokové náklady.

Nadále vnímáme akcie ČEZu jako **atraktivní dividendový titul.** Po letošní mimořádné výplatě ve výši 52 Kč na akcii vylepšené o příjem z prodeje rumunských aktiv v příštím roce očekáváme pokles dividendy k 41 Kč, když její objem by měl více kopírovat vývoj ziskovosti, resp. příjem z ostatních divestic nebude zdaleka tak výrazný jako v případě Rumunska. Nicméně námi předpokládaný růst ziskovosti od roku 2022 s pozitivním dopadem do cash flow a zadlužení bude vytvářet dostatečnou likvidní pozici k tomu, aby mohl být realizován dividendový výplatní poměr na horní hraně rozpětí 80 – 100 %. To nám pak implikuje **dividendu vyplacenou v roce 2023 alespoň ve výši 45 Kč, což značí 7% dividendový výnos. V letech 2024, resp. 2025 se podle našich odhadů může dividenda blížit k hladině 51 Kč, resp. 52 Kč a výnos stoupat k 8 %.**

Potenciální stavba nového jaderného bloku v Dukovanech by podle našeho názoru nyní **neměla výrazněji tlumit investiční potenciál akcií ČEZ.**

Tabulka č.1: Základní ukazatele

ČEZ	2018	2019	2020
Produkcce elektřiny (GWh)	63 080	64 626	60 946
Instalovaný výkon (MW)	14 800	14 600	12 900
Výnosy (mil. Kč)	184 486	206 192	213 737
EBITDA (mil. Kč)	49 535	60 175	64 783
Čistý zisk* (mil. Kč)	13 055	18 856	22 841
P/E	27,72	18,97	50,71
P/S	1,58	1,35	1,32
ROA (%)	1,55	2,04	0,77
ROE (%)	4,30	5,90	2,24

zdroj: ČEZ, Bloomberg; *očistěný čistý zisk

Diskont, jenž byl dříve u tohoto akciového titulu patrný z důvodu možných rizik spojených s výstavbou, v průběhu posledního roku odeznívá. Je to patrné z vývoje ceny akcie, která za posledních dvanáct měsíců vzrostla o cca 43 %, resp. od začátku letošního roku přidala zhruba 30 %. To značí, že **akcie ČEZu daleko více reflektují pozitivní trend na tržních cenách elektřiny a téma výstavby ustupuje do pozadí**. Přispělo k tomu loňské podepsání prvních dvou smluv mezi státem a ČEZem, které energetické společnosti poskytují značné garance, zejména v podobě plánovaného schématu výkupní ceny elektřiny. Navíc pomáhá rovněž indikace o vyšším podílu státního financování z původně uvažovaných 70 % až na 100 % vyplývající z letošních jednání mezi státem a ČEZem. Projekt výstavby je teprve na svém počátku, neovlivňuje námi predikované zisky, likvidní pozici společnosti, potažmo nemá negativní dopad do námi odhadované výplaty dividend ve střednědobém horizontu. Náš pohled na danou problematiku oproti loňské analýze neměníme a momentálně nevnímáme projekt výstavby nového jádra jako fundamentální hrozbu.

I přes výraznější růsty v posledním období a atakování nejvyšších úrovní od začátku roku 2013 nadále shledáváme v akciích ČEZu investiční potenciál, což je patrné nejen ve vztahu k naší cílové ceně, ale i v rámci srovnání s konkurenčními západoevropskými energetikami. **Zejména je vidět stále mírný diskont vůči sektoru na ukazateli EV/EBITDA**, kde se akcie ČEZu obchodují na úrovni 7,7x, resp. 7,1násobku letošního očekávaného EV/EBITDA, resp. očekávaného EV/EBITDA pro příští rok, zatímco konkurenční utility se dle mediánu pohybují v blízkosti 8x. **Toto relativní srovnání pak naznačuje hodnotu akcií ČEZu v rozmezí 713 – 779 Kč.**

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

rok 2020	Výnosy ¹	EBITDA	EBIT
Výroba-tradiční energetika	66 913	29 260	8 716
<i>podíl na celku</i>	<i>31,31%</i>	<i>45,17%</i>	<i>69,26%</i>
Výroba-nová energetika	6 067	4 629	-3 417
<i>podíl na celku</i>	<i>2,84%</i>	<i>7,15%</i>	<i>-</i>
Distribuce	44 621	21 502	6 951
<i>podíl na celku</i>	<i>20,88%</i>	<i>33,19%</i>	<i>55,23%</i>
Prodej	90 789	4 644	2 670
<i>podíl na celku</i>	<i>42,48%</i>	<i>7,17%</i>	<i>21,22%</i>
Těžba	4 281	3 429	-2 508
<i>podíl na celku</i>	<i>2,00%</i>	<i>5,29%</i>	<i>-</i>
Ostatní	1 066	1 316	170
<i>podíl na celku</i>	<i>0,50%</i>	<i>2,03%</i>	<i>1,35%</i>
Celkem²	213 737	64 783	12 585

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 vlastnil energetická aktiva, patřily Rumunsko, Bulharsko a Polsko. V souladu s novou strategií soustředit se na tuzemský trh a vybrané zahraniční trhy se stabilním regulačním prostředím se ČEZ stahuje z jihovýchodních zemí, rumunská a bulharská aktiva byla prodána letos, divestice většiny polských aktiv je chystána na přelom roku 2021 a 2022.

V posledních dvou letech začal být ČEZ aktivní 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 2020 realizovala provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 29,3 mld. Kč a na celkové EBITDA se podílela 45,2 %. Naprostou většinu z této sumy pak ČEZ vygeneroval v ČR, konkrétně 28,5 mld. Kč. Segment distribuce pak v loňském roce vykázal EBITDA na úrovni 21,5 mld. Kč. I v tomto segmentu dominuje Česká republika se 17,7 mld. Kč.

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

Letos pokles ziskovosti, v dalších letech pod vlivem vyšších cen elektřiny výrazné zlepšení hospodaření

Tabulka č.4: Předchozí výhled zisků

mld. Kč	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA	63,5	60,4	63,5	66,0	68,3
EBIT	33,7	31,6	35,0	37,5	40,0
Čistý zisk	21,0	19,5	22,5	24,5	26,5

zdroj: odhady Fio; pozn.: čistý zisk a EBIT jsou očištěné o mimořádné vlivy; neporovnatelné s aktuálním výhledem, který již neobsahuje příspěvek bulharských aktiv

Prodej rumunských aktiv vypořádán koncem března, cena transakce 24,6 mld. Kč.

Prodej bulharských aktiv vypořádán koncem července, cena transakce 335 mil. EUR (v přepočtu 8,6 mld. Kč)

Tabulka č.3: Výhled hospodaření

mld. Kč	2021	2022	2023	2024	2025
Výnosy	200,5	186,1	195,9	199,8	200,7
EBITDA	59,6	64,0	68,7	70,2	70,1
EBIT	29,9	36,6	40,9	42,3	42,1
Čistý zisk	19,6	24,3	27,7	28,6	28,2

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

Po dvou růstových letech v řadě, kdy došlo ke zvýšení EBITDA, resp. očištěného čistého zisku v průměru o 14,6 %, resp. 32,5 % ročně, letos přijde pokles z loňských 64,8 mld. Kč, resp. 22,8 mld. Kč. ČEZ aktuálně pro rok 2021 očekává EBITDA zisk v rozmezí 58 – 60 mld. Kč a očištěný čistý zisk v intervalu 18 – 20 mld. Kč. Snížení ziskovosti bude však způsobeno zejména divestičním procesem, když ČEZ letos dokončil prodej rumunských i bulharských aktiv. Rumunsko přestalo být součástí konsolidačního celku na konci letošního března, transakce s bulharskými aktivy pak byla vypořádána koncem července. Absence rumunského a bulharského byznysu bude podle našich odhadů znamenat výpadek do letošní provozní ziskovosti kolem 3,3 mld. Kč.

Další letošní vlivy budou protichůdné. ČEZ i v roce 2021 bude profitovat z vyšších prodejních cen silové elektřiny, meziroční nárůst z cca 46 EUR na letošní očekávané úrovně poblíž 50 EUR/MWh (ceny včetně peakload) se naplno promítne zejména do bezemisní jaderné výroby s námi odhadovaným pozitivním dopadem do EBITDA v blízkosti 2,9 mld. Kč. U produkce z uhlí veškerý profit z rostoucích cen elektřiny nicméně zřejmě více než pohlčí vyšší náklady na emisní povolenky. Tempo růstu cen povolenek totiž v letošním roce výrazně převyšuje výše zmíněné tempo růstu cen elektřiny. ČEZ loni platil za jednu povolenku 14,5 EUR za tunu oxidu uhličitého vypuštěného do ovzduší, letos už bude muset kvůli významnému nárůstu tržních cen vynaložit v průměru cca 28 EUR. To podle našich výpočtů indikuje meziroční navýšení nákladů na emisní povolenky o zhruba 3,3 mld. Kč a znatelný negativní dopad do marží uhelných elektráren.

Postupné po-covidové oživení tuzemské ekonomiky bude podporou pro distribuční a prodejní segment. V rámci prodeje letos očekáváme zlepšení v provozní ziskovosti ESCO služeb. Loňské „uzavírání“ ekonomik (ať už v Německu či Česku) dopadalo relativně silně právě na ESCO aktivity, které tak vygenerovaly do EBITDA pouze 0,6 mld. Kč. S letošním oživením by se provozní ziskovost tohoto byznysu měla dle našich odhadů vracet k úrovním 1,5 – 1,7 mld. Kč. To pak celkově podpoří český i německý segment prodeje, kde predikujeme meziroční zlepšení ziskovosti alespoň o 0,7 mld. Kč, resp. 0,4 mld. Kč. Stabilní či mírně rostoucí výkonnost očekáváme od tuzemské distribuce. Velmi slušné první pololetí podpořené chladnou zimou a rostoucí spotřebou elektřiny by mohlo kompenzovat letošní očekávané negativní vlivy plynoucí z nové regulační periody pro následující pětileté období.

V roce 2021 očekáváme meziroční pokles EBITDA o 8 % na 59,6 mld. Kč. Očištěný čistý zisk předpokládáme letos nižší o 14 % na úrovni 19,6 mld. Kč.

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



zdroj: Bloomberg

Tržní ceny elektřiny na třináctiletých maximech. Podporou vývoj na trhu s uhlím a zemním plynem a zejména pak ceny emisních povolenek, jež se nachází na historických maximech.

Navíc počítáme s tím, že druhá polovina letošního roku bude pro ČEZ celkově silnější, když negativní specifické vlivy z 1Q 2021 ve výši cca 2,3 mld. Kč plynoucí zejména z přecenění zajišťovacích komoditních kontraktů budou dle vyjádření managementu kompenzovány na konci roku. Mix výše zmíněných pozitivních vlivů tak podle našich odhadů způsobí, že letošní EBITDA zisk by mohl atakovat úroveň 59,6 mld. Kč, tedy horní hranu rozpětí.

Také očištěný čistý zisk prognózujeme na horní hraně intervalu, a to na úrovni 19,6 mld. Kč. Do čisté ziskovosti by měl pozitivně působit mírný meziroční pokles odpisů, když se projeví efekt divestice rumunských aktiv a rovněž předpokládáme nižší úrokové náklady. Refinancování dluhopisů splatných v roce 2020 bude mít totiž příznivý vliv i letos, navíc očekáváme úrokové úspory z dubnového a červnového částečného umoření dluhu. Letošní úrokové náklady tak podle našich odhadů mají potenciál meziročně poklesnout o 1 mld. Kč na 4,3 mld. Kč.

Ceny elektřiny na 13letých maximech pod vlivem rostoucích cen uhlí, zemního plynu a zejména pak emisních povolenek

Výhled na další období díky vývoji tržních cen elektřiny vyznívá optimisticky. Ceny elektřiny na energetických burzách od konce loňského roku zažívají prudkou expanzi, a to napříč kontrakty. Nejvýraznější byčí trend je patrný u ročního kontraktu, který od lokálních listopadových minim přidal na německé burze robustních 124 % na cca 83 EUR/MWh. Dvouletý kontrakt pak posílil o 75 % na aktuálních 71 EUR, tříletý kontrakt potom vzrostl o 50 % na úroveň poblíž 64 EUR. Shrme-li, ceny silové elektřiny se nachází na třináctiletých maximech.

Na tomto příznivém vývoji se podepsaly prakticky všechny důležité faktory ovlivňující ceny elektřiny. Od cen uhlí, zemního plynu až po vývoj na trhu s emisními povolenkami. Komoditní trhy jsou obecně podporovány očekáváním makroekonomického oživení poté, co pandemie koronaviru v loňském roce výrazně tlumila ekonomickou aktivitu. Poptávka po uhlí je patrná jak z asijského regionu (Čína, Tchaj-wan), tak z Evropy, kde se v průběhu letošního prvního pololetí zvedla spotřeba uhlí o 10 – 15 %. Ceny však byly taženy vzhůru i z nabídkové strany, když kvůli omezení v železniční dopravě docházelo ke sníženým dodávkám z Ruska a Kolumbie. Ceny černého energetického uhlí tak v letošním roce vzrostly o cca 43 %, pohybují se kolem 104 USD/t a jsou nejvýše od roku 2012. Podobný trend je k vidění rovněž na cenách zemního plynu. Mix silné poptávky a nízkých zásob vyhnal ceny této komodity na více než dvouapůlletá maxima.

Samostatnou kapitolou jsou pak emisní povolenky. V letošním roce lámou historické rekordy. Z úrovně 30 EUR/tCO₂ vykazovaných začátkem roku 2021 se dostaly až na aktuálních 55 až 57 EUR. Již v posledních letech bylo patrné, že trh s emisními povolenkami se zotavuje. S tehdejšími vznikem tržní stabilizační rezervy, stanovující jasná pravidla regulace obchodovaných povolenek, si trh s emisemi získal opětovnou důvěru mezi průmyslovými společnostmi a dalšími ekonomickými subjekty. Dalším důležitým mezníkem formujícím obchodování s povolenkami jsou zvyšující se ambice na čím dál větší dekarbonizaci evropské ekonomiky. Je to zřetelné zejména u jednoho z hlavních klimatických cílů v podobě snížení emisí skleníkových plynů. Po původních ambicích snížit do roku 2030 oproti roku 1990 emise CO₂ o 40 % vznikl ze strany Evropské komise tlak na posunutí cíle do rozmezí

Zvyšující se tlaky na dekarbonizaci evropských ekonomik, přísnější klimatické cíle jsou silnou podporou pro trh s emisními povolenkami.

Výrazně pozitivní trend na ročních kontraktech s elektřinou posune prodejní ceny ČEZu již v příštím roce o cca 12 % výše na hladinu 55,2 EUR/MWh. Rostoucí náklady na emisní povolenky budou tlumeny ústupem od výroby z uhlí.

Od roku 2022 růst ziskovosti. EBITDA vyšší o 7,4 % na 64 mld. Kč, na úrovni očištěného čistého zisku pak odhadujeme růst o 24 % na 24,3 mld. Kč.

50 – 55 %, jenž byl pak v polovině letošního roku upřesněn na 55 %. Očekávání přísnějších klimatických cílů tak dodala trhu s emisními povolenkami na přelomu roku 2020 a 2021 výrazný impuls. Trh se ještě výrazněji rozpochyboval, uvěřil v další růst cen povolenek, což podporovalo poptávku a nastartoval se nevídaný pozitivní trend, jehož výsledkem byl posun cen k výše zmíněným úrovním přesahující hranici 55 EUR. Ceny emisních povolenek tak byly bezesporu hlavním katalyzátorem růstu cen elektřiny.

Od příštího roku posun EBITDA výrazněji přes 60 mld. Kč, poté růsty k hranici 70 mld. Kč

Aktuální vývoj na energetických burzách by se měl projevit do výsledků ČEZu již v příštím roce. ČEZ sice měl ke konci letošního června předprodáno na rok 2022 již zhruba 75 % elektřiny za cenu 50,2 EUR/MWh, nicméně nad očekávání pozitivní vývoj ročního kontraktu dosahující výše zmíněných úrovní kolem 83 EUR bude podle našich odhadů znamenat posun finální prodejní ceny na rok 2022 v zatížení baseload až do blízkosti 55,2 EUR (včetně peakload pak cenu odhadujeme poblíž 57 EUR). To by znamenalo cca 12% meziroční navýšení. Na druhou stranu ČEZ bude v roce 2022 nadále čelit rostoucím nákladům na emisní povolenky, když prognózuje nákupní cenu za jednu povolenku v blízkosti 35 EUR, což je nárůst oproti 28 EUR očekávaných pro letošní rok. Zvýšení ceny by však mělo být tlumeno snižující se výrobou z uhlí. S předpokládaným prodejem polských uhelných elektráren na přelomu roku 2021 a 2022 nebude muset ČEZ v příštím roce kupovat povolenky v objemu kolem 1,9 mil. tun, což odpovídá roční produkci tamních dvou zdrojů Skawina a Chorzow. Do toho počítáme v souladu se strategií ČEZu s dalším meziročním poklesem produkce z tuzemského uhlí (např. odstavení Mělníku 3 či postupný útlum výroby v Dětmovicích), a to o cca 500 GWh. Celkově by tak ČEZ mohl v roce 2022 meziročně ušetřit přibližně 2,4 mil. tun emisí. Samotný výpadek produkce z uhlí sice bude mít negativní dopad do EBITDA, nicméně v kontextu výše uvedeného pouze marginální v námi predikovaném objemu kolem 1 mld. Kč.

Pozitivní vliv rostoucích cen elektřiny by tak měl výrazně převažovat, čistý efekt do ziskovosti odhadujeme kolem 7 mld. Kč. To podle našich odhadů v příštím roce posune EBITDA o 7,4 % výše na hladinu 64 mld. Kč. Pozitivní vývoj na provozní úrovni hospodaření se pak projeví i do čisté ziskovosti. Ta by navíc měla být nadále podpořena dalším mírným poklesem odpisů v souvislosti s divestičním procesem polských aktiv. Vedle toho prognózuje další meziroční pokles úrokových nákladů z 4,3 mld. Kč na cca 3,8 mld. Kč, když by se mělo i v roce 2022 projevit splacení části dluhu z dubna letošního roku a rovněž předpokládáme úspory ze splacení, případně z přeřinancování části dluhopisů [největší úspora by měla plynout ze splacení či refinancování eurobondu v objemu 541 mil. EUR (cca 14,5 mld. Kč), se splatností letos v říjnu a 5% kupónem]. Očištěný čistý zisk by se tak dle našich odhadů mohl posunout z letošních 19,6 mld. Kč na úroveň poblíž 24 mld. Kč.

Prodejní ceny elektřiny: pozitivní trend i v dalších letech

Jak zmiňujeme výše, tržní ceny elektřiny za poslední půlrok vykázaly silné růsty a dosahují dlouholetých maxim. I když přijmeme předpoklad určité volatility a korekce v krátkém období, z dlouhodobého hlediska jsme toho názoru, že podpůrné faktory by měly převažovat s pozitivním dopadem do realizačních cen, za které bude ČEZ prodávat v příštích letech. Především trh s emisními povolenkami a vrcholící proces odstavení německých jaderných elektráren (včetně pokračujícího postupného útlumu uhelných zdrojů) budou podle našeho názoru hlavními faktory, které budou nadále držet tržní ceny elektřiny na vyšších úrovních.

Ceny emisních povolenek jsou na historických maximech, jistým korekcím předchozích výrazných růstů se trh pravděpodobně nevyhne. Nicméně fundamenty mající podobu klimaticko-energetického balíčku Fit for 55 navrženého Evropskou komisí hovoří ve prospěch trhu s emisemi a měly by znamenat dlouhodobý stimul pro ceny povolenek. Ačkoliv zmíněný balíček bude zřejmě ještě minimálně rok na půdě EU procházet legislativním procesem a jednotlivé členské země se k němu budou vyjadřovat, tak již dnes je patrný zřetelný a jasný směr k bezemisní energetice a ekonomice. Trh s emisemi by se dle plánů Evropské komise měl rozšířit o silniční, lodní a leteckou dopravu (doposud byly jeho součástí jen energetické a průmyslové společnosti), v plánu je zavedení CO₂ cel na dovoz oceli, cementu či hliníku ze zemí se slabší klimatickou legislativou, podíl OZE na celkové spotřebě energie by měl do roku 2030 činit 38 - 39 % (předchozí záměr byl posazen na hladinu 32 %, původní cíl z roku 2014 byl 27 %) nebo energetické úspory by měly oproti stavu dle predikcí z roku 2007 dosáhnout minimálně 39 – 40 % (předchozí plán byl 32,5 %, prvotní cíl z roku 2014 činil 27 %). Vše pak směřuje do výše zmíněného hlavního cíle snížit do roku 2030 oproti stavu z roku 1990 emise skleníkových plynů o minimálně 55 %.

Důvěra trhu v plnění klimaticko-energetických ambicí (a zatím se zdá, dle vývoje cen emisních povolenek v nedávném období, že důvěra panuje) podle našeho názoru bude nadále stimulovat poptávku po emisních povolenkách. Domníváme se, že systém obchodování s emisními povolenkami (i s přispěním dříve přijatých regulačních opatření v podobě vzniku tržní stabilizační rezervy) nachází stabilitu a v případě, že nenastanou další vlny pandemie s výrazně negativním dopadem do ekonomik, tak neočekáváme významné poklesy cen povolenek pod hladinu 50 EUR s tím, že by se měly spíše posunovat minimálně k úrovni 60 EUR.

Nadále jako s podpůrným faktorem pro budoucí vývoj cen elektřiny počítáme s odstavením německých konvenčních kapacit, zejména pak jaderných elektráren. Odchod od jaderné energetiky bude v Německu gradovat na konci letošního, resp. příštího roku. Bude odstaven poměrně významný instalovaný výkon, konkrétně šest bloků v celkovém objemu 8539 MW (4254 MW v roce 2021 a 4285 MW v roce 2022). Vedle toho je v Německu již plně v běhu proces odklonu od uhlí, v příštím roce bude vrcholit první vlna odstavení uhelných zdrojů. Do konce roku 2022 tak bude odstaveno cca 5000 MW hnědouhelných a zhruba 7700 MW černouhelných elektráren. Z toho cca 3000 MW hnědouhelných elektráren je odstaveno v období 2020 – 2022, výše zmíněný výkon černouhelných zdrojů začal být postupně odpojován od sítě začátkem roku 2021. Po roce 2022 bude proces pokračovat. Do roku 2030 má klesnout instalovaný výkon hnědouhelných

Důvěra trhu v plnění klimaticko-energetických cílů bude systémem obchodování s emisními povolenkami poskytovat stabilitu s příznivým dopadem do jejich cen. To pak znamená dlouhodobou podporu pro ceny elektřiny.

Úbytek německých konvenčních kapacit bude stále impulsem do cen elektřiny – odstavení německých jaderných elektráren graduje v letech 2021 a 2022, první vlna uzavírání německých uhelných elektráren končí v roce 2022.

Tabulka č.5: Výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh, baseload)

rok	2022	2023	2024	2025
cena	55,2	60,4	62,6	62,5

zdroj: odhady Fio

Tabulka č.6: Předchozí výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh)

rok	2021	2022	2023	2024
cena	44,8	46,7	48,3	50,4

zdroj: odhady Fio; pozn.: jedná se o baseload

Posun realizačních cen elektřiny k 60 EUR vytvoří ve střednědobém horizontu prostor pro růst EBITDA k úrovním poblíž 70 mld. Kč a růst čisté ziskovosti k hladině 27 – 29 mld. Kč. Podporou by měla být i vyšší výroba z jádra a výraznější vliv zemního plynu a OZE jakožto reakce na odklon od uhlí.

zdrojů o dalších 6000 MW a černouhelných o cca 7000 MW. Ukončit produkci elektřiny z uhlí pak Německo plánuje v letech 2035 – 2038. Úbytek klasických zdrojů energie na stěžejním německém energetickém trhu bude tedy v období 2021 – 2025 významný. Byť proti tomuto výpadku jde rozvoj OZE, tak stále v našich predikcích počítáme s tím, že vliv snížení konvenčních kapacit převáží s pozitivním dopadem do cen elektřiny v řádu středních jednotek eur.

Z výše uvedených důvodů tak předpokládáme, že prodejní (realizační) ceny ČEZu porostou i v dalších letech. V roce 2023 predikujeme realizační cenu elektřiny ve výši 60,4 EUR/MWh (baseload), v letech 2024 – 2025 by ČEZ dle našich odhadů mohl prodávat silovou elektřinu za ceny přesahující hladinu 60 EUR, konkrétně poblíž úrovní 62,5 EUR. Proti tomuto vývoji půjdou vyšší náklady na emisní povolenky, když očekáváme nárůst průměrné nákupní ceny z 35,2 EUR odhadované pro rok 2022 na cca 43,8 EUR za rok 2023 až do rozmezí 51 – 55 EUR pro období 2024 – 2025. S plánovaným poklesem produkce elektřiny z uhlí, kdy ČEZ chce do roku 2025 snížit podíl výroby z uhelných elektráren na 25 % z 35,5 % vykázaných za rok 2020, však bude klesat emisní intenzita. Očekáváme tedy, že produktový mix se v příštích letech bude nadále zlepšovat ve prospěch bezemisního jádra a rovněž ve prospěch OZE, kde má ČEZ do roku 2025 ambici vybudovat 1500 MW zejména ve fotovoltaice. Počítáme s tím, že podíl výroby z jádra se začne zvedat z letošních cca 54 % na 57 – 58 % a celková bezemisní produkce se bude posouvat z letos očekávaných 60,6 % k úrovním 64 – 65 %.

Příznivý produktový mix, klesající emisní intenzita tak budou tlumit efekt rostoucích cen emisních povolenek. Námi očekávaný vývoj realizačních cen elektřiny by tedy měl mít z celkového pohledu pozitivní vliv do hospodaření ČEZu. Čistý efekt z rostoucích cen elektřiny do EBITDA za rok 2023 tak odhadujeme na cca 4 mld. Kč, se zpomalením tempa růstu cen elektřiny pak čistý příspěvek za rok 2024 predikujeme mírně pod 1 mld. Kč. Vedle vyšších cen elektřiny očekáváme ve střednědobém výhledu pozitivní dopady do provozní ziskovosti rovněž ze strany předpokládané zlepšující se produkce z jádra. ČEZ má ambici ještě posunout roční výrobu z jaderných bloků z nynějších cca 30000 GWh do rozmezí 31000 – 32000 GWh, resp. i lehce nad hladinu 32000 GWh. Průběžnými investicemi do jaderných elektráren se ČEZu nedávno opět podařilo o něco navýšit instalovaný výkon, proto je podle našeho názoru reálné v nejbližších letech dosáhnout výše uvedených objemů produkce. V našich predikcích očekáváme v letech 2023 – 2025 příspěvek ze zvyšující se výroby z jádra v průměru o 0,3 mld. Kč ročně. Dále předpokládáme rostoucí produkci elektřiny jak ze zemního plynu, tak z nově budovaných fotovoltaických elektráren v ČR s celkovým impulsem do EBITDA za období 2023 – 2025 v průměru o 0,7 mld. Kč ročně, což by mělo kompenzovat klesající výrobu z uhlí.

V roce 2023 tak v kontextu výše uvedeného predikujeme růst EBITDA o 7,3 % y/y na 68,7 mld. Kč, v letech 2024 a 2025 pak odhadujeme zvýšení provozní ziskovost na úroveň poblíž 70 mld. Kč. To indikuje čistou ziskovost v rozmezí 27 – 29 mld. Kč.

Tabulka č.7: Výhled dividend 2022 – 2025

2022	2023	2024	2025
41	45	51	52

zdroj: odhady Fio

Tabulka č.8: Předchozí výhled dividend 2021 – 2024

2021	2022	2023	2024
38	36	40	43

zdroj: odhady Fio

Akcie ČEZu nadále atraktivním dividendovým titulem. V příštím roce očekáváme dividendu 41 Kč na akcii, což značí 6,5% dividendový výnos. V dalších letech pod vlivem rostoucí ziskovosti odhadujeme její navýšení na 45 Kč, resp. posun k hranici 50 Kč. Dividendový výnos se pak dostává do rozmezí 7 – 8 %.

Dividendová politika

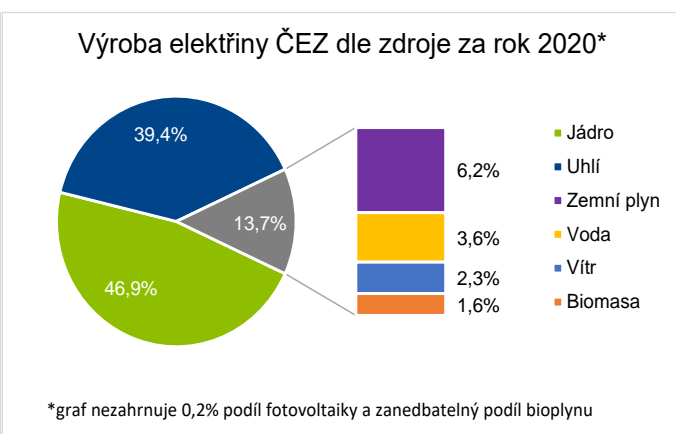
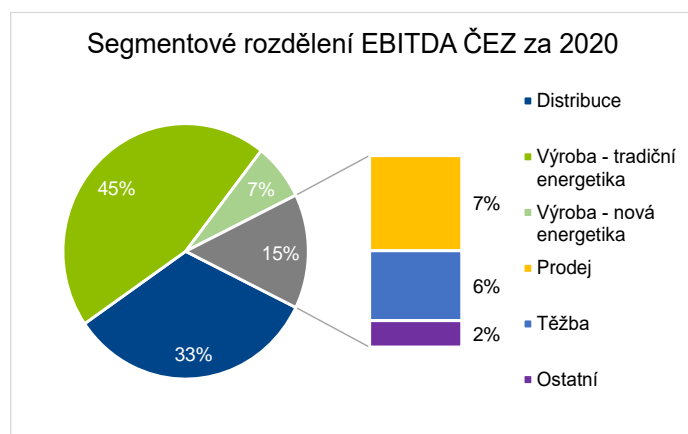
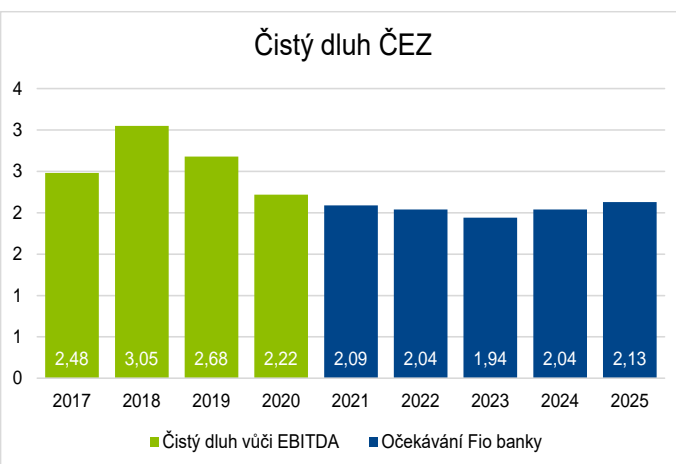
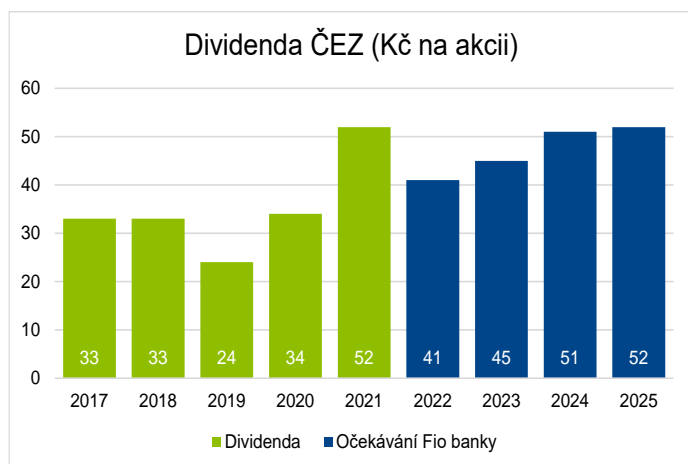
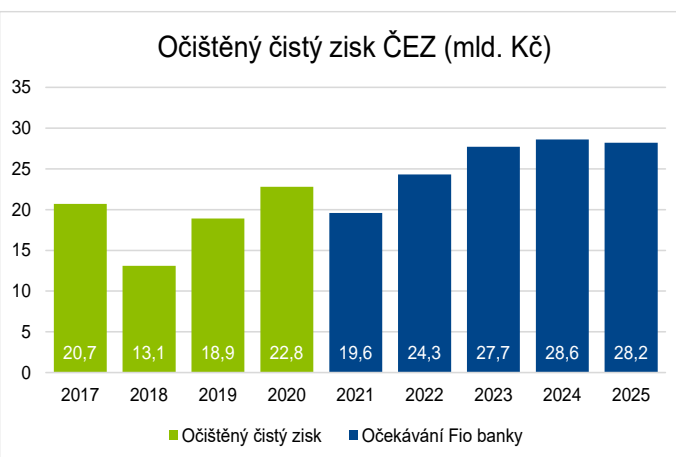
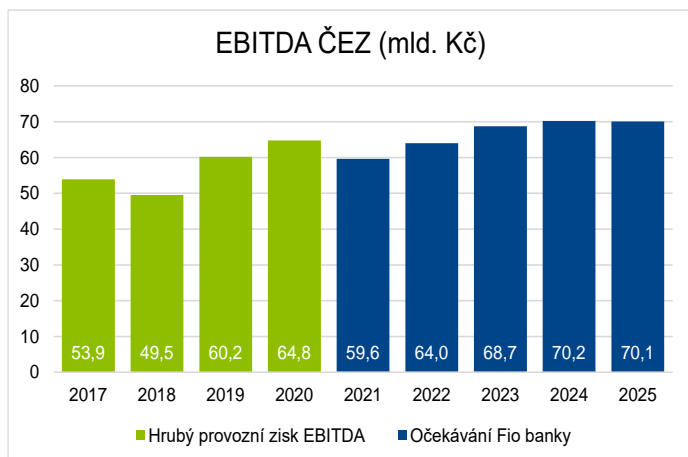
ČEZ nadále vnímáme jako společnost s atraktivní dividendovou politikou. Po letošní dividendě ve výši 52 Kč na akcii, ve které ČEZ zohlednil prodej rumunských aktiv, sice v příštím roce očekáváme pokles k úrovni 41 Kč, nicméně námi předpokládaná zlepšující se ziskovost naznačuje v nejbližších letech posun ke 45 Kč a poté návrat k 50 Kč, resp. překročení této hladiny.

Letošní dividendu 52 Kč je potřeba vnímat jako mimořádnou. Pokud ji rozklíčujeme, tak ČEZ vyplatil 100 % očištěného čistého zisku za rok 2020 plus mezi akcionáře rozdělil část příjmu ve výši 24,6 mld. Kč plynoucího z prodeje rumunských aktiv. ČEZ v podstatě naplnil své předchozí indikace, když avizoval, že část hotovosti z rumunské divestice půjde na dividendu a část půjde na snížení dluhu a rozvojové investice. 100% výplatnímu poměru tak odpovídá dividendu ve výši 42,5 Kč na akcii, zbylých 9,5 Kč připadá na Rumunsko. Výše zmíněný příjem 24,6 mld. Kč inkasovaný na konci letošního března znamená v přepočtu cca 45,9 Kč na akcii. Zhruba 21 % příjmu z prodeje rumunského majetku tak bylo rozděleno mezi akcionáře.

Dividenda vyplacená v příštím roce se podle našeho názoru vrátí do běžnějších intencí a bude více kopírovat vývoj hospodaření. I v roce 2022 sice očekáváme, že ČEZ dividendu vylepší o další příjmy z divestic, nicméně objem prostředků získaných z prodeje bulharských a polských aktiv již nebude tak robustní jako v případě Rumunska. Prodej bulharského majetku byl vypořádán koncem července, ČEZ získal již dříve dohodnutých 335 mil. EUR (v přepočtu 8,6 mld. Kč). Polská aktiva, u nichž ČEZ předpokládá prodej na přelomu roku 2021 a 2022, oceňujeme v rozmezí 3 – 5 mld. Kč. Celkový hotovostní příliv z prodeje bulharských a polských aktiv by tak mohl činit kolem 12 mld. Kč. Za předpokladu, že ČEZ obdobně jako u rumunské divestice rozdělí mezi akcionáře z prodeje bulharského a polského majetku zhruba pětinu, pak to podle našich odhadů bude znamenat téměř 5 Kč na akcii. A pokud ČEZ stejně jako letos uplatní 100% výplatní poměr (vzhledem k relativně nízkému zadlužení, jež v příštím roce očekáváme v blízkosti 2x EBITDA, silnému provoznímu cash flow a obecně příznivé likvidní pozici si to bude moci dovolit), pak to v roce 2022 indikuje celkovou dividendu na úrovni 41 Kč.

I přes roční očekávané jádrové CAPEX kolem 40 mld. Kč a další případné finanční a rozvojové investice (zejména do OZE) v řádu 5 – 10 mld. Kč ročně, nadále předpokládáme realizaci dividendového výplatního poměru na horní hraně rozpětí 80 – 100 %. Aktuální a námi očekávaný příznivý vývoj na cenách elektřiny se pozitivně promítne do provozního, resp. volného cash flow, potažmo do rozumného zadlužení, jež by se dle našich odhadů mohlo držet spíše na spodní hraně rozmezí 2 – 2,5x EBITDA. Nadále tak očekáváme silnou rozvahu, dostatečnou dluhovou kapacitu a silnou likvidní pozici. To podle našich odhadů vytvoří podmínky k tomu, aby v roce 2023 dividendu činila alespoň 45 Kč, resp. v období 2024 – 2025 dosáhla úrovně 51 Kč, resp. 52 Kč na akcii.

Grafický přehled



zdroj: ČEZ

Ocenění společnosti

Tabulka č.9: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2021	2022	2023	2024	2025	pokračující fáze
risk free rate (%)	1,70	1,80	1,90	2,00	2,10	2,50
market return (%)	9,50	9,60	9,70	9,80	9,90	10,40
beta	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
equity risk premium (%)	6,24	6,24	6,24	6,24	6,24	6,32
cost of equity (%)	7,94	8,04	8,14	8,24	8,34	8,82
cost of debt (%)	2,80	2,90	3,00	3,10	3,20	3,60
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	2,24	2,32	2,40	2,48	2,56	2,88
equity weight	0,66	0,64	0,64	0,62	0,61	0,61
debt weight	0,34	0,36	0,36	0,38	0,39	0,39
WACC (%)	5,98	6,00	6,06	6,06	6,09	6,51

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

Tabulka č.10: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	31,9	36,6	40,9	42,3	42,1
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	25,5	29,3	32,7	33,8	33,6
depreciation	27,8	27,4	27,8	28,0	28,1
change in WC	3,1	2,3	-3,1	-4,0	-5,3
CAPEX	38,7	39,3	36,9	39,6	38,5
CF to the firm	11,5	15,1	26,7	26,2	28,5
DCF	4,5	14,2	23,7	22,0	22,5
sum of the DCF	86,9				
terminal value	401,7				
net debt	100,6				
equity value	387,6				
discontinued operations	6,0				
number of shares (mil. ks)	535,5				
target price (CZK)	736				

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 průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) počítané jako součet nákladů na vlastní a cizí kapitál při zohlednění předpokládaných vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého státního dluhopisu ČR) a prémie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX. Kvůli probíhajícímu divestičnímu procesu již v našich predikcích ziskovosti nepočítáme s příspěvkem jak polských aktiv, tak uhelné elektrárny Počerady. Zároveň tyto vyčleněná aktiva v našem modelu ocenění zohledňujeme tím, že jejich předpokládanou hodnotu přičítáme k equity value.

Konkurenční srovnání

Tabulka č.11: Konkurenční srovnání

	EV/EBITDA		P/E		EBITDA marže 2020	Čistý dluh/EBITDA 2Q21
	2021e	2022e	2021e	2022e		
E.ON	8,3	8,2	13,4	12,4	12,5 %	2,8
RWE	6,0	5,7	18,2	17,9	32,8 %	-1,0
Enel	7,8	7,6	14,2	13,6	32,3 %	2,8
EDF	4,6	4,4	10,8	10,0	27,0 %	2,1
Engie	5,7	5,5	11,7	10,9	15,3 %	2,5
Verbund	23,1	17,8	46,1	32,8	40,7 %	1,5
Endesa	7,3	7,2	12,6	12,7	27,3 %	1,6
Fortum	9,4	10,6	14,8	15,1	5,0 %	2,7
EVN	8,1	8,1	16,9	23,6	24,4 %	1,0
Iberdrola	11,3	10,4	17,6	16,0	29,1 %	4,5
Uniper	9,6	10,2	16,2	19,0	48,7 %	0,1
Průměr	9,2	8,7	17,5	16,7	26,8 %	1,9
Medián	8,1	8,1	14,8	15,1	27,3 %	2,1
ČEZ	7,7	7,1	18,1	14,6	31,4 %	1,8

zdroj: Bloomberg, odhady Fio

Výše uvedená tabulka porovnává ČEZ, resp. akcie ČEZu s konkurenčními západoevropskými energetikami. Akcie ČEZu za poslední rok, resp. od začátku letošního roku posílily o cca 43 %, resp. 30 % a postupně tak docházelo ke snižování diskontu vůči akciím západoevropských utilit. I přes výrazný růst ceny však výše uvedená čísla naznačují, že akcie ČEZu se stále obchodují mírně levněji vůči konkurenci, zejména je to patrné u poměrového ukazatele EV/EBITDA. Zatímco ČEZ se aktuálně pohybuje na úrovni 7,7násobku letošní očekávané EV/EBITDA, resp. 7,1x EV/EBITDA 2022, tak průměr, resp. medián trhu se nachází poblíž 9x, resp. 8násobku. Abstrahujeme-li od průměru, jenž je zkreslený vysokou hodnotou u rakouské společnosti Verbund (tato energetika se podle našeho názoru obchoduje s výraznou premií vůči trhu kvůli svému vysokému podílu čisté energie, když 95 % elektřiny produkuje z vodních elektráren; je patrné, že investoři v období zvyšujících se ekologických ambicí a narůstajícího tlaku na snižování emisí preferují utility s výraznějším zaměřením na zelenou energii), pak relativní srovnání na základě ukazatele EV/EBITDA indikuje hodnotu akcií ČEZu v rozmezí 713 – 779 Kč. Ukazatel P/E naznačuje smíšená čísla. Podle letošního očekávaného P/E na úrovni 18násobku se ČEZ obchoduje nad trhem (medián 14,8x, průměr 17,5x), když se projevuje kombinace letošního výrazného růstu ceny akcie a předpokládané meziročně nižší ziskovosti způsobené zejména divesticemi. P/E 2022 však již naznačuje mírný diskont vůči akciím západoevropských konkurentů s tím, že P/E na úrovni 15,1x, resp. 16,7x implikuje hodnotu ČEZu mírně pod hranici 700 Kč, resp. v blízkosti 760 Kč (opět připomínáme, že průměr ve výši 16,7x je ovlivněn vysokou hodnotou u akcií Verbundu).

Konkurenční společnosti

RWE: Tradiční německá energetika, která se po transformaci, resp. výměně aktiv s E.ONem začíná více zaměřovat na obnovitelné zdroje energie. Nicméně stále zhruba 28 % elektřiny vyrábí z uhelných elektráren, včetně jádra a plynu pak produkce z konvenčních zdrojů činí kolem 40 % a tvoří 17 % celkové EBITDA. Tato struktura se pak odráží i v ocenění, kdy akcie RWE se obchodují na nižších násobcích EV/EBITDA (cca 6x) než sektor (cca 8x dle mediánu, resp. cca 9x dle průměru) i než např. německý konkurent E.ON (mírně nad 8násobkem), který nemá v portfoliu „špinavá“ aktiva. Je tedy patrné, že trh akcie RWE za uhelná aktiva více penalizuje, jsou tedy relativně levnější vůči konkurenci.

E.ON, Uniper, EDF: Rovněž E.ON prošel před několika lety transformací, v rámci níž konvenční zdroje (kromě jaderných elektráren v Německu) vyčlenil do společnosti Uniper. Po výměně aktiv s RWE pak výroba elektřiny ustoupila ještě více do pozadí a většina byznysu je tvořena energetickými sítěmi (v podstatě distribuce elektřiny a zemního plynu) a zákaznickými řešeními (jinými slovy prodej a energetické služby). Energetické sítě tvoří zhruba 75 % celkového EBITDA zisku a podíl zákaznických řešení činí cca 15 %. Zbýlých cca 10 % tvoří nejádrové aktivity kam patří zejména postupně odstavované německé jaderné elektrárny. E.ON v dnešní podobě je tedy společností, která téměř 80 % provozní ziskovosti generuje prostřednictvím regulovaných či kvazi-regulovaných aktivit, což indikuje větší stabilitu hospodaření a vytváří prostor pro stabilní a dobře predikovatelnou dividendovou politiku. Takovýto typ společností jsou investoři ochotni více ocenit. Jak uvádíme výše, akcie E.ONu jsou dle ukazatele EV/EBITDA dražší než akcie „uhelné“ RWE. Ještě větší prémie akcií E.ONu je patrná vůči klasické francouzské energetice EDF s jadernými, uhelnými a plynovými zdroji, která většinu tržeb generuje z výroby. Akcie EDF se aktuálně obchodují poblíž 4,5násobku EV/EBITDA, resp. na úrovni 10,8x P/E 2021 a 10x P/E 2022, zatímco E.ON je obchodován za cca 8,3x EV/EBITDA, resp. za 13,4x letošního očekávaného P/E a 12,4x očekávaného P/E pro rok 2022. Na druhou stranu vůči akciím německého Uniperu je E.ON relativně levnější. Uniper se svým rozsáhlým klasickým výrobním segmentem je totiž oceněn na úrovni 9,6x EV/EBITDA 2021, resp. 10,2x EV/EBITDA 2022 a ve výši 16,2x P/E 2021, resp. 19x P/E 2022. Domníváme se, že tento rozdíl mezi E.ONem a Uniperem může být dán především nejistotou a riziky spojenými s procesem uzavírání německých jaderných elektráren. To pak může vytvářet negativní tlak na hodnotu akcií E.ONu.

Verbund: Tato rakouská energetika se v rámci konkurenčního srovnání vymyká. Je totiž obchodovaná na vysokých násobcích, konkrétně za 23,1x EV/EBITDA 2021, resp. 17,8x EV/EBITDA 2022 a za 46,1x P/E 2021, resp. 32,8x P/E 2022. To je výrazně více oproti sektoru, jenž se dle mediánu obchoduje za 8,1x EV/EBITDA a za cca 15x P/E (průměrné hodnoty se pohybují okolo 9x EV/EBITDA, resp. 17x P/E). Jak již uvádíme výše, Verbund je typickým představitelem čisté energetiky, 95 % elektřiny vyrábí z vodních elektráren, pouze jako doplněk působí větrné a uhelné elektrárny. Verbund je tedy prakticky imunní vůči rostoucím cenám emisních povolenek a může plně profitovat z rostoucích cen elektřiny. To se pozitivně projevuje do EBITDA marže, která činí vysokých 40,7 %, zatímco sektor se pohybuje v blízkosti 27 % a např. ČEZ generuje 31% marži. Navíc Verbund disponuje i poměrně silnou rozvahou, když jeho zadlužení je relativně nízké pohybující se na úrovni 1,5násobku EBITDA. A když si k tomu přidáme skutečnost, že v době rezonujících klimatických ambicí a zdůrazňování politiky ESG (Environmental, Social and Governance) se investoři spíše přiklánějí ke společnostem produkující minimální emise skleníkových plynů, pak výsledkem je poměrně vysoce naceněná akcie Verbundu obchodující se s výraznou premií vůči trhu.

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.12: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

pokračující růst	WACC				
	6,11%	6,31%	6,51%	6,71%	6,91%
0,6%	747	715	685	657	631
0,8%	776	742	710	680	652
1,0%	807	770	736	704	675
1,2%	840	801	764	730	699
1,4%	877	834	795	758	725

zdroj: odhady Fio

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Stabilní společnost s působností ve střední Evropě.
- Vhodný výrobní mix, od bezemisních jaderných elektráren, plyn OZE až po účinné uhelné elektrárny napájené z vlastních dolů.
- Systém předprodejů silové elektřiny eliminující rizika nadměrných poklesů cen elektřiny na energetických burzách
- 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, riziko nižší flexibility.

• Příležitosti

- Potenciál výraznějšího využívání zemního plynu a OZE ve výrobním mixu v rámci postupného odklonu od uhlí.
- Potenciál navýšení výroby z jaderných elektráren do rozmezí 31,5 – 32 TWh, resp. i mírně nad tuto úroveň.
- Silné pátevní uhelné zdroje – Tušimice, Prunéřov (obě komplexně zmodernizované elektrárny), Ledvice (nová elektrárna).
- V souladu s klimatickými ambicemi potenciál rozšiřovat působení v segmentu energetických služeb prostřednictvím dceřiné firmy ČEZ ESCO.
- Působení na trhu zemního plynu, 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.
- Riziko poklesu cen komodit (zejména uhlí, zemní plyn) s negativním dopadem do tržních cen elektřiny.
- Nejistoty ohledně vývoje regulace evropské energetiky, resp. plnění klimatických cílů.
- V návaznosti na předchozí bod hrozba poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.
- Politická rizika spojená s potenciální výstavbou nového jaderného bloku.
- Negativní dopady oslabování turecké liry vůči dolaru do hospodaření tureckých společných 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 nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5 % na základním kapitálu Fia. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu 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**