

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

Po dosažení naší cílové ceny snižujeme doporučení na „držet“

Držet

Cena 14.09.16	428 CZK
12m cíl	448 CZK
Pot. růst ceny	4,7%
Dividenda	35 CZK
Celkový výnos	12,9%

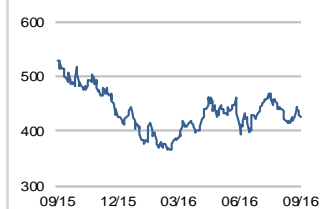
Sektorové doporučení

Snižt váhu

Typ investice

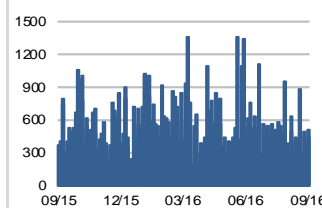
Expozice vůči cenám komodit	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Fakta/dopad: ČEZ stále má problémy s výrobou v jaderných elektrárnách. ČEZ letos snížil svůj odhad produkce již dvakrát a ta tak bude ještě nižší než v roce 2015. Očekáváme, že i v příštím roce budou odstávky trvat déle, než je obvyklé. Cena akcií přesto od našeho únorového doporučení „koupit“ vzrostla o více než 15 %, přičemž mezitím byla navíc vyplacena dividendy ve výši 40 CZK na akcii (11% výnos z tehdejší ceny). Hlavním důvodem bylo zotavení cen německé elektřiny (+20 % z jejich únorového dna). Po dosažení cílové ceny jsme přistoupili k aktualizaci našich předpovědí.

Investiční doporučení: Vidíme zvyšující se riziko, že ČEZ nedosáhne svého letošního výhledu. I když firma svých celoročních cílů dosáhne, budou zisky za druhé pololetí poměrně malé z důvodu několika mimořádných vlivů. Na druhou stranu budou akcie ČEZ zřejmě nabízet velmi atraktivní dividendový výnos a v otázce výše budoucích dividend je zde velký prostor pro pozitivní překvapení. Nečekáme však, že by ČEZ oznámil velikost dividendy z letošního zisku a případné budoucí nastavení dividendové politiky dříve než na jaře 2017. Z důvodu absence krátkodobých pozitivních impulsů a faktu, že akcie firmy jsou mírně nadhodnocené podle očekávaného ukazatele EV/EBITDA, **snižujeme naše doporučení pro akcie ČEZ z „koupit“ na „držet“.**

Roční cílová cena: Mírně zvyšujeme ze 420 CZK na 448 CZK na akcii. Hlavním důvodem bylo snížení požadované výnosové míry v našem modelu diskontovaných toků hotovosti oproti poslední analýze z února, což převážilo nad krátkodobým zhoršením finančních výsledků kvůli nižší výrobě v jaderných elektrárnách. Společně s odhadovanou dividendou je námi očekávaný celkový výnos pro akcionáře mezi 0 % a 15 %, což v naší škále odpovídá neutrálnímu doporučení.

Hlavní rizika: Nižší než očekávané ceny elektřiny, pokračující výrobní problémy, vyšší než očekávané investice, méně šetrná dividendová politika.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za Q3 16 budou zveřejněny 8. listopadu.

Data o akciích

RIC	CEZsp. PR	Bloom	CEZ CP
52týdenní rozmezí		362,1	532
Tržní kap. (CZK mld.)		230,2	
Tržní kap. (EUR mld.)		8,5	
Volně obchod. (%)		30	
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-2,9	8,6	-19,1
Relativně k PX	-3,4	1,1	-6,7

Zdroj: Bloomberg

Finanční údaje

	2015	2016e	2017e	2018e
Tržby (mld. CZK)	210,2	203,1	204,0	203,7
Provozní marže (%)	31,1	28,4	27,5	27,4
Čistý zisk (mld. CZK)	20,7	17,2	16,4	15,2
Zisk na akcii (CZK)	38,8	32,3	30,8	28,5
Dividenda na akcii (CZK)	40,0	35,0	30,0	27,0
Úrokové krytí (x)	10,2	8,7	6,0	5,7
Výplatní poměr (%)	77,2	104,3	97,8	95,0
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	49,0	48,0	51,0	52,7

Ukazatele

	2015	2016e	2017e	2018e
P/E (x)	11,0	13,2	13,9	15,0
Cena/volný cash flow	14,4	10,3	15,6	14,9
Dividendový výnos (%)	9,4	8,2	7,0	6,3
P/účetní hodnota (x)	0,9	0,9	0,9	0,9
P/tržby (x)	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/tržby (x)	2,0	2,1	2,1	2,1
EV/EBITDA (x)	5,5	6,2	6,5	6,6
EV/IC (x)	1,0	1,0	1,0	1,0

Poslední analýza:

<http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/553> aktualizace analýzy čez 12.2.2016

SOCIÉTÉ
GENERALE
GROUP

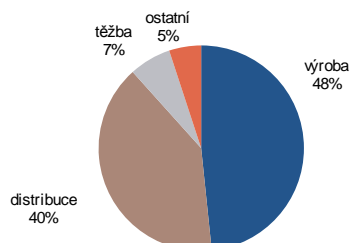


Josef Němý, CFA
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz

Základní údaje o ČEZ

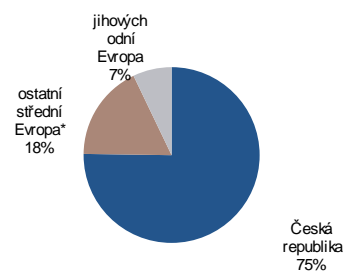
ČEZ je vertikálně integrovaná elektrárenská společnost, většiny zisků dosahuje v České republice.

EBITDA podle segmentů (2015)



Zdroj: ČEZ

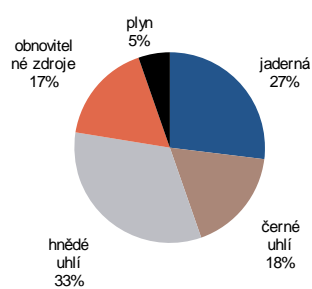
EBITDA podle regionů (2015)



*ostatní zisky v regionu střední Evropy (včetně ČR)

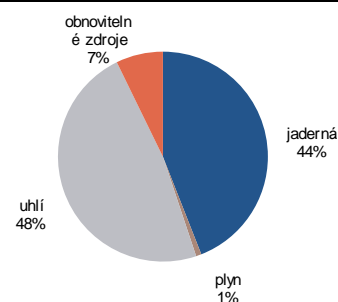
Většina vyrobené elektřiny ČEZ pochází z jaderných a uhelných zdrojů.

Instalovaná kapacita podle paliva (2015)



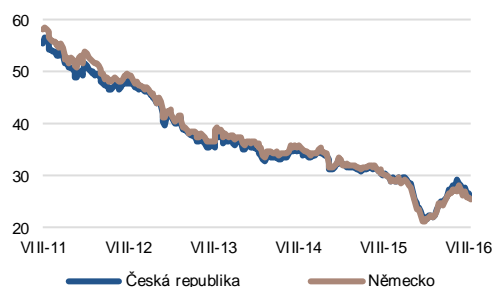
Zdroj: ČEZ

Výroba elektřiny podle paliva (2015)



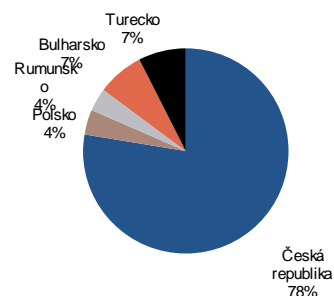
České ceny elektřiny kvůli propojení trhů kopírují vývoj německých cen.

Ceny elektřiny (EUR/MWh)



Zdroj: Bloomberg

Kapacita výroby elektřiny podle zemí (2015)



Zdroj: ČEZ

Letošní hospodaření ČEZ

Výsledky hospodaření za Q1 16

Výsledky za Q1 16 byly překvapivě silné...

Výsledky ČEZ za Q1 16, zveřejněné 10. května, **v položkách zisků podstatně překonaly prakticky všechny odhady na trhu**. Kvartální tržby byly o něco nižší, než jsme čekali, zisky ale výrazně přesáhly očekávání díky nižším výdajům. Provozní náklady meziročně mírně klesly, hlavním důvodem ale byl vysoký zisk z derivátových obchodů s komoditami (1,5 mld. Kč oproti ztrátě bezmála 1 mld. Kč před rokem). V rámci finančních položek podpořil finanční výsledky zisk 0,3 mld. Kč z cenných papírů (oproti ztrátě 1 mld. Kč v Q1 15). Na druhou stranu ČEZ snížil svůj letošní cíl výroby elektřiny v jaderných elektrárnách z 30 TWh na 28,7 TWh. Navzdory nečekaně dobrým kvartálním výsledkům management ČEZ nezměnil svůj celoroční výhled (EBITDA ve výši 60 mld. Kč a upravený čistý zisk 18 mld. Kč).

Výsledky ČEZ za Q1

mld. Kč	Q1 15	Q1 16	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	54,20	51,88	-4,3%	53,22	53,59
EBITDA	19,16	20,04	4,6%	17,58	17,71
Provozní zisk	12,03	12,97	7,8%	10,31	10,28
Čistý zisk	7,56	9,96	31,6%	7,17	7,15
Upravený čistý zisk	7,56	9,96	31,6%	7,17	7,14

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *průměrný odhad v průzkumu ČEZ mezi 9 analytiky

Výsledky hospodaření za Q2 16

...hospodaření v Q2 16 ale zaostalo za očekáváním.

Výsledky ČEZ za Q2 16, zveřejněné 9. srpna, **byly výrazně pod očekáváním**. Tržby byly podstatně nižší, než jsme čekali, a to zejména v segmentu prodeje (meziroční pokles o více než 10 %) a provozní náklady navýšila ztráta z derivátových obchodů s komoditami ve výši 0,8 mld. Kč. ČEZ dále zaúčtoval snížení hodnoty majetku za skoro 1 mld. Kč, které se z většiny vztahovalo k rumunským větrným farmám. Firma navíc opět snížila svůj letošní cíl výroby elektřiny v jaderných elektrárnách na 26,4 TWh, což jsme vnímali jako hodně negativní zprávu. Letošní produkce v jaderných elektrárnách tak nakonec zřejmě bude ještě nižší než ta loňská (26,8 TWh). Spolu s oznámením kvartálních výsledků management ČEZ snížil svůj celoroční cíl EBITDA z 60 mld. Kč na 58 mld. Kč. Hlavním důvodem byly prodloužené odstávky jaderných elektráren. Předpověď pro upravený čistý zisk zůstala nezměněna na 18 mld. Kč.

Výsledky ČEZ za Q2

mld. Kč	Q2 15	Q2 16	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	50,33	47,02	-7%	49,32	48,83
EBITDA	16,46	13,09	-20%	14,94	14,56
Provozní zisk	9,27	5,03	-46%	7,89	7,17
Čistý zisk	7,86	3,75	-52%	5,53	5,53
Upravený čistý zisk	7,85	4,80	-39%	5,51	5,51

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *odhad v průzkumu ČEZ mezi 11 analytiky včetně KB

Výhled pro celý rok 2016

Vidíme zvyšující se riziko, že letošní výhled nebude dosažen.

Celkově ukázalo hospodaření během první poloviny roku, že **ČEZ stále má problémy s výrobou v jaderných elektrárnách**. Firma navíc oznámila další prodloužení odstávek v Temelíně během třetího čtvrtletí, které by podle našich odhadů mohly snížit celoroční produkci o dalších 0,7 TWh. Proto **vidíme zvyšující se riziko, že letošní výhled nebude**

dosážen. Na druhou stranu upravený čistý zisk bude podpořen tím, že odpisy a úrokové náklady budou o něco nižší, než se dříve předpokládalo. Výsledky za celý rok 2016 tak čekáme v blízkosti předpovědí managementu, jak ukazuje tabulka níže.

Odhady letošních výsledků ČEZ

mld. Kč	H2 15	H2 16e	yoy	2015	2016e	yoy
tržby	107,3	104,3	-3%	210,2	203,1	-3%
EBITDA	29,6	24,6	-17%	65,3	57,7	-11%
čistý zisk	5,4	3,6	-33%	20,7	17,2	-17%
upravený čistý zisk	12,2	3,2	-74%	27,7	17,9	-35%

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávání propadu upraveného zisku o 9 mld. Kč (-74 % y/y) za druhé pololetí se může zdát příliš konzervativní. Je k tomu však několik dalších důvodů vedle zhoršené provozní výkonnosti, způsobené zejména poklesem prodejních cen elektřiny. Především bude oproti loňskému roku chybět vysoký příjem 3,8 mld. Kč z vrácení darovací daně z emisních povolenek zaplacené v letech 2011-12. Účetní změny po uvedení elektrárny v Prunéřově do provozu navíc oproti loňskému druhému pololetí zvednou odpisy a úrokové náklady o dalších 2,2 mld. Kč.

Dlouhodobé odhady

Výroba elektřiny a prodejní ceny

Výrobní problémy ČEZ by mohly částečně pokračovat i v roce 2017.

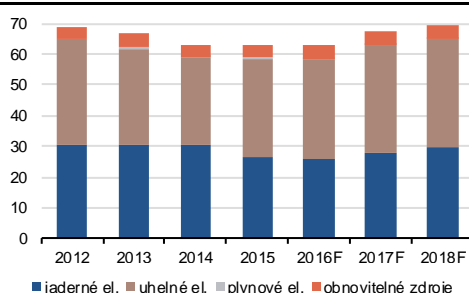
Výrobní problémy v jaderných elektrárnách mají bohužel delší trvání, než jsme dříve očekávali. ČEZ letos snížil svůj odhad produkce již dvakrát a nyní očekáváme, že i v příštím roce budou odstávky trvat déle, než je obvyklé. Návrat k „maximální“ jaderné produkci se tak zřejmě odkládá až na rok 2018. Na druhou stranu by se celkový objem výroby měl zlepšit už v roce 2017 díky provozu moderní hnědouhelné elektrárny Ledvice. Naše předpoklady ukazuje graf vlevo na následující straně.

Realizované prodejní ceny ČEZ by měly ještě několik let klesat.

ČEZ své prodejní ceny zajišťuje s předstihem, a proto se vývoj cen na burze do výsledků ČEZ promítá se zpožděním. Současná cena německé elektřiny je zhruba 25 EUR/MWh, letos ale ČEZ podle našich odhadů prodával elektřinu přibližně za 34 EUR/MWh. Pro rok 2017 pak má firma zajištěno více než 80 % očekávané produkce v průměru za 31 EUR/MWh. To ilustruje, že bude trvat ještě několik let, než se průměrné prodejní ceny přizpůsobí současným tržním cenám elektřiny.

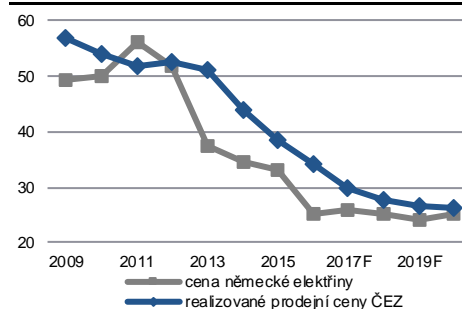
Očekáváme, že realizované prodejní ceny ČEZ budou ještě několik let pokračovat v poklesu, jak ukazuje graf vpravo na další straně, a že realizované prodejní ceny se stabilizují až na úrovni 26-27 EUR/MWh v letech 2019-20. Připomeňme, že Société Générale nedávno přestala vydávat prognózy pro ceny uhlí a elektřiny, a tak naše předpoklady cen komodit vychází z forwardových křivek k 1. září.

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prodejní ceny ČEZ (EUR/MWh)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

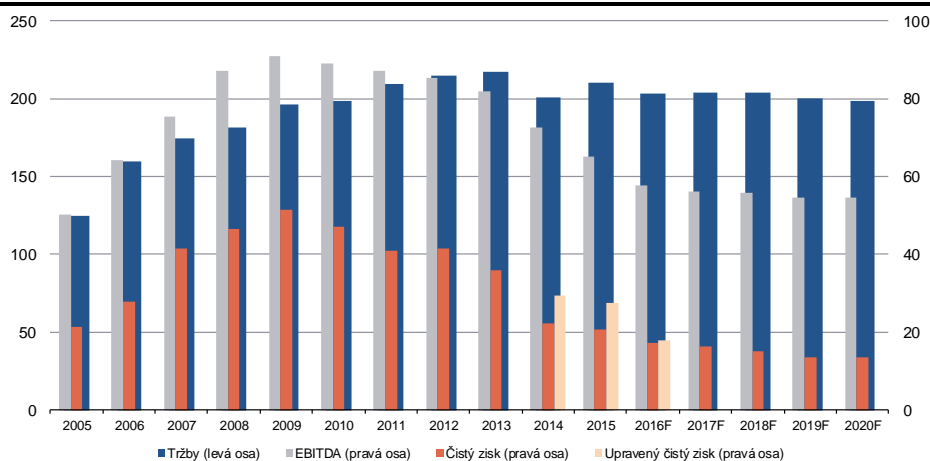
Prognózy výsledků hospodaření

V následujících letech očekáváme již jen menší pokles zisků.

Upravili jsme naše prognózy a v souladu s naší předpovědí prodejních cen nyní **očekáváme pokračující pokles zisků ČEZ, ale ne tak prudký jako v předchozích letech**. Změny našich odhadů nebyly velké. Nejdůležitější změnou bylo mírné snížení prognóz EBITDA v letech 2016-17 z důvodu výše zmíněných výrobních problémů.

Snížené ceny elektřiny sráží firemní marže a vysoké investice do dlouhodobých aktiv předchozích let mají za následek růst odpisů a úrokových nákladů ve výkazu zisků a ztrát. Zisky ČEZ by se proto měly usadit na nižších úrovních, než bylo zvykem v posledních deseti letech.

Odhady výsledků ČEZ (mld. Kč)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Odhadujeme, že ČEZ bude vyplácet přibližně 100 % zisků, což by ale znamenalo postupný pokles dividend.

Dividendy

Budoucí dividendová politika ČEZ je velkým otazníkem. Vedení firmy zatím nechtělo komentovat případné změny současného výplatního poměru 60-80 % z upraveného zisku. I kdyby firma zvolila výplatu 80 % ze zisku, dividendy na akcii by v následujících letech dramaticky klesla, podle našich prognóz až na polovinu současné úrovně 40 Kč za kus. **V následujících letech proto očekáváme výplatu přibližně 100 % zisků.** To by sice znamenalo postupný pokles dividendy na akcii, dividendový výnos by ale byl velmi atraktivních 6-8 %. V tomto našem hlavním scénáři by zadlužení ČEZ stouplo jen mírně (poměr čistého dluhu k EBITDA by podle našich odhadů dosáhl zhruba 2,5x).

Věříme, že ani zachování výplaty 40 Kč na akcii není v následujících letech nemožné (každoroční dividendový výnos více než 9 %). Většinový akcionář (český stát) by mohl tento přístup prosadit, protože dividendy ČEZ jsou důležitou součástí státního rozpočtu. V takovém scénáři by ovšem ukazatel čistého dluhu k EBITDA rostl výrazně rychleji a během několika let by mohl dosáhnout 3,0x, což by byla nadprůměrně vysoká úroveň v rámci sektoru.

Tak jako tak nečekáme oznámení návrhu na dividendu ze zisku letošního roku dříve než na jaře 2017 (letos k tomu došlo až 3. června). Domníváme se, že management by měl zároveň prezentovat i postup pro určení budoucích dividend, ať již ve formě úpravy výplatního poměru z upraveného zisku nebo oznámení, že bude dividendy odvozovat od jiného finančního ukazatele (např. provozní nebo volný cash flow).

Odhady dividend

CZK na akcii	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Zisk na akcii	33,6	30,7	28,6	25,7	25,4
Dividenda (hlavní scénář)	35,0	30,0	27,0	27,0	27,0
Čistý dluh/EBITDA (x)	2,2	2,4	2,5	2,6	2,6
Dividenda (80% výpl.poměr)	26,9	24,6	23,0	20,7	20,5
Čistý dluh/EBITDA (x)	2,2	2,3	2,4	2,4	2,3
Dividenda (optimistická)	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Čistý dluh/EBITDA (x)	2,2	2,5	2,6	2,8	3,0

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění

Sektorové srovnání

Věříme, že srovnání se zbytkem sektoru potvrzuje naše nové neutrální doporučení.

Jako obvykle jsme prozkoumali také srovnání ocenění ČEZ s významnými západoevropskými a polskými elektrárenskými společnostmi. Z našeho pohledu je nejdůležitější, že **podle ukazatele EV/EBITDA se zdají být akcie ČEZ mírně nadhodnocené**. Na druhou stranu by měly akcie ČEZ nabízet výrazně nadprůměrný dividendový výnos. Proto se domníváme, že sektorové srovnání není v rozporu s naším novým doporučením „držet“.

Sektorové srovnání (aktuální násobky)

společnost	P/E			div.výnos (%)			EV/EBITDA		
	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
E.ON SE	16.1	12.5	12.0	4.0	4.1	3.9	3.7	3.6	3.6
EDF	7.2	9.8	10.1	8.5	7.0	6.5	3.0	3.1	3.0
ENDESA SA	15.7	16.7	16.5	6.4	6.1	6.2	7.1	7.2	7.2
ENEL SPA	12.5	11.5	10.7	4.6	5.1	5.9	6.8	6.7	6.4
EVN AG	11.1	11.1	10.6	4.0	4.0	4.1	6.3	6.2	6.1
FORTUM OYJ	21.1	20.9	19.3	5.6	5.0	5.2	10.2	10.1	9.4
ENGIE	13.3	13.2	12.9	7.2	5.1	5.0	5.8	5.9	5.8
IBERDROLA SA	14.6	14.2	13.5	5.0	5.1	5.3	8.9	8.6	8.3
RWE AG	14.3	13.0	13.7	1.9	2.0	2.2	4.1	4.0	4.1
VERBUND AG	17.6	21.7	21.9	1.8	1.6	1.6	10.1	11.2	11.3
medián západní Evropa	14.4	13.1	13.2	4.8	5.0	5.1	6.6	6.4	6.3
PGE SA	8.1	9.1	8.8	4.1	4.6	4.2	3.8	4.0	4.0
ENERGA SA	5.5	5.2	5.3	7.0	7.4	6.5	4.0	3.9	4.0
ENEA SA	5.7	5.6	5.1	4.3	4.8	4.7	4.1	4.0	3.6
TAURON POLSKA ENERGIA SA	4.9	5.0	4.6	3.8	3.6	3.5	3.9	3.9	3.7
ČEZ konsensus	11.8	15.0	16.0	6.7	5.3	4.3	5.7	6.2	6.5
ČEZ odhad KB	13.4	13.1	14.5	8.0	6.8	6.1	6.2	6.4	6.5
sektorový medián*	12.5	12.5	12.0	4.6	5.0	4.7	5.7	5.9	5.8
prémie (kons.odhad proti sektoru)	-5%	20%	33%	-32%	-6%	9%	0%	4%	12%
prémie (odhad KB proti sektoru)	7%	5%	21%	-42%	-27%	-24%	9%	7%	13%

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg. *sektorový medián v této tabulce počítáme z ukazatelů uvedených společností.

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 448 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2020, jehož hlavní parametry a výstupy ukazuje tabulka na následující straně. Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 472 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 %-130 % fair value.

■ **Sektorová atraktivita (-5 %):** Doporučení SG pro evropský elektrárenský sektor zůstává „snížit váhu“, a proto tento faktor ponecháváme na -5 %.

■ **Atraktivita společnosti (0 %):** Akcie nabízí nadprůměrnou likviditu, jejich atraktivitu naopak snižuje několik problémů jako např. riziko dalších nepříznivých zásahů regulátorů v balkánských zemích.

■ **Spekulativní potenciál (0 %):** Vnímáme rostoucí riziko, že předpověď managementu pro letošní rok nebude naplněna z důvodu nižší než očekávané výroby v jaderných elektrárnách. Na druhou stranu vidíme prostor pro pozitivní překvapení v oblasti dividendové politiky.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili cílovou cenu pro akcie ČEZ na 448 CZK (fair value mínus 5 %). Hlavním důvodem zvýšení cílové ceny z předchozí úrovně

420 CZK za kus byl pokles požadovaných výnosových měr, protože prostředí nízkých úrokových sazeb pravděpodobně potrvá déle, než jsme předpokládali v poslední analýze.

Ocenění akcií ČEZ

Kalkulace požadované výnosové míry	H2 16F	2017F	2018F	2019F	2020F	LT
bezriziková sazba	0,3%	0,6%	0,9%	0,7%	1,2%	1,2%
beta	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
riziková premie	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
náklady vlastního kapitálu	6,0%	6,4%	6,7%	6,5%	7,0%	7,0%
váha dluhu	36%	37%	38%	38%	38%	38%
náklady dluhu (po dani)	2,6%	2,7%	2,8%	2,6%	3,0%	3,0%
WACC (vážené náklady kapitálu)	4,83%	5,04%	5,20%	5,01%	5,48%	5,48%
ocenění modelem DCF (mld.Kč)	H2 16F	2017F	2018F	2019F	2020F	
provozní zisk	8,3	23,4	23,0	21,6	21,2	
- daně	-1,8	-4,9	-4,8	-4,5	-4,5	
NOPLAT	6,5	18,5	18,1	17,0	16,8	
+ odpisy	15,8	31,1	31,2	31,5	31,6	
- kapitálové investice	-20,9	-32,8	-35,2	-32,4	-30,5	
+/- změna pracovního kapitálu	-9,6	-3,9	-0,6	-0,6	-0,6	
FCFF (volný cash flow)	-8,2	12,9	13,6	15,6	17,3	
cena / volný cash flow	-27,8	17,7	16,8	14,7	13,2	
současná hodnota volného cash flow	-8,0	12,0	12,0	13,1	13,8	
současná hodnota cash flow do r.2020	42,9					
Současná hodnota cash flow po r.2020	333,4					
čistý dluh	-124,4					
odhad hodnoty vlastního kapitálu	251,9					
počet akcií (mil.)	534,1					
fair value (Kč na akcii)	472					
cílová cena (Kč na akcii)	448					

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulka ukazuje citlivost naší cílové ceny na změnu klíčových parametrů, kterými jsou diskontní sazba, dlouhodobá míra růstu v našem modelu a prognózy cen elektřiny v EUR/MWh.

Citlivost cílové ceny na změnu parametrů

	Dlouhodobá míra růstu (vlevo) a diskontní sazba (nahore)					Ceny elektřiny (dlouhodobá nahore, krátkodobá vlevo)				
	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%	6,0%	20	23	25	28	30
0,5%	392	356	324	295	269	21	221	309	397	485
1,0%	462	418	379	344	313	23	247	335	422	510
1,5%	553	497	448	405	367	25	273	361	448	534
2,0%	674	600	537	482	434	27	299	386	473	559
2,5%	843	741	655	583	521	29	324	411	497	582

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Akcie ČEZ jsou výrazně ovlivněny vývojem cen elektřiny na evropských trzích.** Významné odchýlení cen německé elektřiny od našich prognóz může způsobit odlišný vývoj zisků ČEZ, než nyní předpokládáme.
- **Ziskové marže ČEZ mohou v dlouhodobém horizontu klesnout více, než nyní očekáváme.** Námi očekávané marže EBITDA okolo 27-28 % stále mohou být příliš optimistickým odhadem.
- **ČEZ musí obnovovat své výrobní portfolio,** což může vyžadovat vysoké kapitálové investice. V našich prognózách nepočítáme s rozšířením českých jaderných elektráren; provedení takové investice bez státní garance by při aktuálních prognózách budoucích cen elektřiny mohlo mít silně negativní dopad na naše ocenění.
- **Energetický sektor je regulován.** Fiskální problémy v mnoha evropských zemích v posledních letech vedly k vyššímu daňovému zatížení a obdobný vývoj nelze vyloučit v budoucnosti. Velkým rizikem je i omezování podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů (např. v Rumunsku).
- **Politická rizika.** Snížení globální stability by mohlo negativně ovlivnit hodnotu investic ČEZ v Turecku. Zvýšení podnikových daní v ČR nyní neočekáváme (před posledními parlamentními volbami se diskutovalo o zavedení sektorové daně), růst daňové sazby pro podniky ale do budoucna nelze vyloučit.
- **Vývoj měnových kurzů.** Očekáváme, že Česká národní banka ukončí svůj kurzový závazek v Q4 17 a kurz CZK/EUR dosáhne v roce 2019 úrovně 24,7 oproti současnému kurzu v blízkosti 27,0 CZK/EUR. Silnější než očekávané posílení české koruny oproti euru by pro ČEZ bylo negativní, protože dopad na ceny elektřiny (české ceny jsou odvozeny od eurových německých cen) by převážil nad ziskem ze snížení hodnoty eurového dluhu.
- **Akvizice.** Případné akvizice nejsou zahrnuty v našich prognózách. Mezi hlavní možné dopady patří zvýšení konsolidovaných zisků ČEZ, ale i značné zvýšení čistého dluhu. Velké akvizice mohou mít pozitivní i negativní vliv na naši cílovou cenu a doporučení v závislosti na parametrech transakce (hlavně nákupní cena).

Finanční údaje ČEZ

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Ocenění							
P/E (x)	5,5	6,4	10,2	11,0	13,2	13,9	15,0
Price/cash flow (x)	3,3	3,6	4,6	4,6	4,8	4,8	4,9
Price/free cash flow (x)	35,7	6,1	13,4	14,4	10,3	15,6	14,9
Price/book value (x)	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/výnosy (x)	2,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1
EV/EBITDA (x)	4,6	4,7	5,2	5,5	6,2	6,5	6,6
Dividendový výnos, brutto (%)	9,4	9,4	9,4	9,4	8,2	7,0	6,3
Údaje v přepočtu na akcii (CZK)							
EPS (upr.)	77,6	67,2	41,9	38,8	32,3	30,8	28,5
Amortizace goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow	129,2	119,4	93,8	92,4	88,3	88,9	86,9
Vlastní kapitál (book value)	468,5	468,5	489,2	501,6	500,4	496,2	494,7
Hrubá dividendy	40,0	40,0	40,0	40,0	35,0	30,0	27,0
Výkaz zisků a ztrát (CZK)							
Výnosy	215 095	216 988	200 657	210 167	203 102	204 022	203 715
EBITDA	85 509	82 061	72 676	65 265	57 711	56 112	55 790
Depreciace a amortizace	-27 578	-27 902	-27 705	-28 619	-29 917	-31 072	-31 198
Provozní výsledek	57 931	54 159	44 971	36 646	27 794	25 040	24 592
Amortizace goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Čistý úrokový výnos	-2 573	-3 127	-3 042	-2 465	-2 774	-3 732	-3 953
Mimořádné neprovozní položky	0	-3 719	-7 952	-7 685	-973	0	0
Daň z příjmu	-10 804	-9 199	-6 224	-6 348	-4 836	-4 354	-4 037
Menšinové podíly	1 276	679	-29	192	96	48	43
Jiné	0	0	0	0	0	0	0
Vykázaný čistý zisk	41 429	35 886	22 403	20 739	17 242	16 428	15 231
Upravený čistý zisk (bez mimořádných položek a GW)	41 429	38 926	29 484	27 657	17 924	16 428	15 231
Peněžní toky (CZK)							
Provozní CF	71 785	63 616	51 699	51 736	57 557	45 072	47 354
Čisté kapitálové výdaje	-60 495	-27 437	-34 958	-23 441	-34 200	-32 800	-35 200
Investiční CF	-51 410	-27 732	-29 506	-24 265	-36 676	-33 211	-35 620
CF z financování	-17 919	-21 365	-30 126	-47 869	-9 314	-16 023	-14 421
Čistá změna hotovosti	2 456	14 519	-7 933	-20 398	11 567	-4 162	-2 686
Rozvahové položky (CZK)							
Dlouhodobá aktiva	494 147	493 977	495 778	491 424	498 183	500 323	504 744
Z toho nehmotná aktiva	21 604	21 507	20 611	20 164	20 567	20 979	21 398
Pracovní kapitál	57 218	57 143	49 663	51 107	49 264	50 472	51 323
Vlastní kapitál	250 235	250 235	261 308	267 893	267 285	265 019	264 227
Menšinové podíly	3 984	3 658	4 543	4 262	4 166	4 118	4 075
Rezervy	64 243	64 225	67 911	90 797	95 091	96 424	97 778
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-161 062	-156 467	-147 201	-131 223	-128 252	-135 085	-139 374

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poměrové ukazatele ČEZ

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Ziskovost							
ROIC (%)	10,7	8,1	6,6	5,3	5,0	4,7	4,5
ROE (%)	17,4	14,3	8,8	7,8	6,4	6,2	5,8
Marže							
Hrubá marže (%)	59,3	57,2	55,8	50,5	48,4	47,3	47,3
EBITDA marže (%)	39,8	37,8	36,2	31,1	28,4	27,5	27,4
Provozní marže (%)	26,9	25,0	22,4	17,4	13,7	12,3	12,1
Dynamika							
Růst výnosů (%)	2,5	0,9	-7,5	4,7	-3,4	0,5	-0,2
Růst EBITDA (%)	-2,1	-4,0	-11,4	-10,2	-11,6	-2,8	-0,6
Růst provozního zisku (%)	-5,9	-6,5	-17,0	-18,5	-24,2	-9,9	-1,8
Růst vykázaného čistého zisku (%)	1,7	-13,4	-37,6	-7,4	-16,9	-4,7	-7,3
Růst upraveného čistého zisku (%)	1,7	-6,0	-24,3	-6,2	-35,2	-8,3	-7,3
Financování							
Čistý dluh/vlastní kapitál	64,4	62,5	56,3	49,0	48,0	51,0	52,7
Úrokové krytí (x)	13,4	10,0	10,1	10,2	8,7	6,0	5,7
Výplatní poměr (%)	53,2	54,9	72,5	77,2	104,3	97,8	95,0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu
Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
 (420) 222 008 568
 jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové
Jiří Škop, Ph.D.
 (420) 222 008 569
 jiri_skop@kb.cz

Akcioví analytici
Josef Němý, CFA
 (420) 222 008 560
 josef_nemy@kb.cz

Marek Dřimal
 (420) 222 008 598
 marek_drimal@kb.cz

Viktor Zeisel
 (420) 222 008 523
 viktor_zeisel@kb.cz

Jana Steckerová
 (420) 222 008 524
 jana_steckerova@kb.cz

Miroslav Frayer
 (420) 222 008 567
 miroslav_frayer@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Chief Economist of SG Poland
Jaroslav Janeczek
 (48) 225 284 162
 jaroslav_janeczek@sgcib.com

Head of Research of Rosbank
Evgeny Koshelev
 (7) 495 725 5637
 ekoshelev@mx.rosbank.ru

Chief Economist of BRD-GSG
Florian Libocor
 (40) 213 016 869
 florian.libocor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG
Carmen Lipara
 (40) 213 014 370
 carmen.lipara@brd.ro

Economist
Simona Tamas
 (40) 213 014 472
 simona.tamas@brd.ro

Akciový analytik
Laura Simion, CFA
 (40) 213 014 370
 laura.simion@brd.ro

SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH

Head of Global Economics
Michala Marcussen
 (44) 20 7676 7813
 michala.marcussen@sgcib.com

Eurozóna
Anatoli Annenkov
 (44) 20 7762 4676
 anatoli.annenkov@sgcib.com

Severní Amerika
Brian Jones
 (1) 212 278 69 55
 brian.jones@sgcib.com

Asie a Tichomoří
Klaus Baader
 (852) 2166 4095
 klaus.baader@sgcib.com

Korea
Suktae Oh
 (82) 2195 7430
 suktae.oh@sgcib.com

Michel Martinez
 (33) 1 4213 3421
 michel.martinez@sgcib.com

Aneta Markowska
 (1) 212 278 66 53
 aneta.markowska@sgcib.com

Čína
Wei Yao
 (852) 2166 5437
 wei.yao@sgcib.com

Indie
Kunal Kumar Kundu
 (91) 80 6716 8266
 kunal.kundu@sgcib.cz

Yacine Rouimi
 (33) 1 42 13 84 04
 yacine.rouimi@sgcib.com

Velká Británie
Brian Hilliard
 (44) 20 7676 7165
 brian.hilliard@sgcib.com

Japonsko
Takuji Aida
 (81) 3 5549 5187
 takuji.aida@sgcib.com

Inflice
Hervé Amourda
 (91) 80 2808 6779
 herve.amourda@sgcib.com

Souheir Asba
 (44) 20 7676 7954
 souheir.asba@sgcib.com

Latinská Amerika
Dev Ashish
 (91) 80 2802 4381
 dev.ashish@socgen.com

Kiyoko Katahira
 (81) 3 5549 5190
 kiyoko.katahira@sgcib.com

Shivangi Shah
 (91) 80 3087 8603
 shivangi.shah@socgen.com

SG CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS

Global Head of Research
Patrick Legland
 (33) 1 42 13 97 79
 patrick.legland@sgcib.com

Head of Fixed Income & Forex Strategy
Vincent Chaigneau
 (44) 20 7676 7707
 vincent.chaigneau@sgcib.com

Fixed income
Ciaran O'Hagan
 (33) 1 42 13 58 60
 ciaran.ohagan@sgcib.com

Mary-Beth Fisher
 (1) 212 278 5241
 mary-beth.fisher@sgcib.com

Shakeeb Hulikatti
 (91) 80 2802 4380
 shakeeb.hulikatti@sgcib.com

Adam Kurpiel
 (33) 1 42 13 63 42
 adam.kurpiel@sgcib.com

Jorge Garayo
 (44) 20 7676 7404
 jorge.garayo@sgcib.com

Marc-Henri Thoumin
 (44) 20 7676 7770
 marc-henri.thoumin@sgcib.com

Jean-David Ciotteau
 (33) 1 42 13 72 52
 jean-david.ciotteau@sgcib.com

Patrick Gouraud
 (1) 212 278 7671
 patrick.gouraud@sgcib.com

Takuma Sugawara
 (81) 3 5549 5432
 takuma.sugawara@sgcib.com

Bruno Braizinha
 (1) 212 278 5296
 bruno.braizinha@sgcib.com

Foreign Exchange
Sébastien Galy
 (1) 212 278 7644
 sebastien.galy@sgcib.com

Olivier Korber (Derivatives)
 (33) 1 42 13 32 88
 olivier.korber@sgcib.com

Alvin T. Tan
 (44) 20 7676 7971
 alvin-t.tan@sgcib.com

Stephanie Aymes
 (44) 20 7762 5898
 stephanie.aymes@sgcib.com

Head of Emerging Markets Strategy
Benoît Anne
 (44) 20 7676 7622
 benoit.anne@sgcib.com

Régis Chatellier
 (44) 20 7676 7354
 regis.chatellier@sgcib.com

Eamon Aghdasi
 (1) 212 278 7939
 eamon.aghdasi@sgcib.com

Amit Agrawal
 (91) 80 6758 4096
 amit.agrawal@sgcib.com

Phoenix Kalen
 (44) 20 7676 7305
 phoenix.kalen@sgcib.com

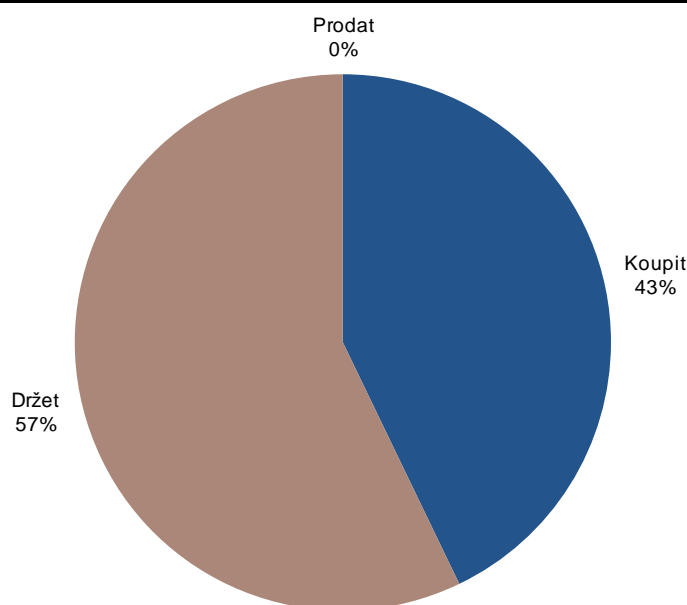
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odrazilo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či prémie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení by mělo zohledňovat také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v daném období 3-6 měsíců, takže cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (7 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 14. září 2016)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	MONETA Money Bank
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*									
Doporučení	držet	držet	držet	koupit	konec pokrývání n/a	koupit	konec pokrývání n/a	držet	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 260	USD 2,5	CZK 13500	n/a	CZK 863	n/a	CZK 96	CZK 90
Datum	14/9/16	22/3/16	12/8/15	13/6/16	20/6/16	20/5/16	23/4/15	20/5/16	6/9/16
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	koupit		koupit	prodat	koupit		v revizi	
Cílová cena	CZK 420	CZK 251		CZK 11890	-	CZK 800		v revizi	
Datum	12/2/16	12/11/15		2/9/15	11/12/15	3/12/15		10/3/16	
Doporučení	koupit					prodat		koupit	
Cílová cena	CZK 608					CZK 819		CZK 79	
Datum	18/9/15					11/9/15		28/8/15	
Doporučení						v revizi		v revizi	
Cílová cena						v revizi		v revizi	
Datum						27/8/15		27/8/15	
Doporučení									
Cílová cena									
Datum									
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
významný finanční zájem osoby/osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ano	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty									
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem,	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny,								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making** pro tituly příslušného emitenta,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoli investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>