

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

Prostředí vysokých cen elektřiny pokračuje, výhled na zrušení WFT

## Koupit

Cena 06.09.23	<b>923 CZK</b>
12m cíl	<b>1034 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>12,0 %</b>
Dividenda	<b>64 CZK</b>
Celkový výnos	<b>19,0 %</b>

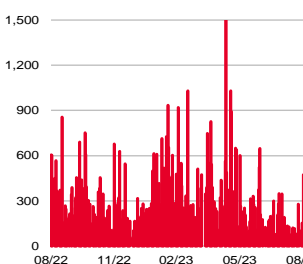
Sektorové doporučení  
Zvýšit váhuTyp investice  
Expozice vůči cenám komodit  
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC CEZsp.PR	Bloom	CEZ CP
52týdenní rozmezí	723 - 1225	
Tržní kap. (mld. CZK)	496.6	
Tržní kap. (mld. EUR)	20	
Volně obchod. (%)	30.00	
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>
Akcie	-3.4	-8.4
Relativně k PX	-1.4	-10.5
		-14.2

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

[https://bit.ly/CEZ\\_analysis20220607\\_CZ](https://bit.ly/CEZ_analysis20220607_CZ)[https://bit.ly/CEZ\\_1Q23](https://bit.ly/CEZ_1Q23)[https://bit.ly/CEZ\\_2Q23](https://bit.ly/CEZ_2Q23)

**Investiční doporučení:** Pro akcie společnosti ČEZ opakujeme **doporučení Koupit** s **novou cílovou cenou 1 034 CZK** (předchozí doporučení i cílová cena byly Koupit a 1 393 CZK).

Prostředí vysokých cen elektřiny pozitivně ovlivňuje hospodaření ČEZu. Nejvyšších realizovaných cen by měl ČEZ dosáhnout letos a příští rok. Na druhou stranu negativem jsou speciální daně v podobě stropu na výnosy dle zdroje výroby a daně z neočekávaných zisků. Výsledné zdanění je tak extrémní. Speciální daně jsou ale dočasné. První uvedená skončí letos, druhá je sice schválena na roky 2023-2025, ale pravděpodobně dojde k jejímu zrušení s platností od 1. 1. 2024. Vzhledem k nízké emisní intenzitě je pro ČEZ, který má většinu výroby z vysokomarných bezemisních elektráren, pozitivní vysoká cena povolenky.

Platná dividendová politika ČEZu je distribuovat mezi akcionáře 60 – 80 % upraveného čistého zisku. Letos došlo k výplatě 145 CZK na jednu akcii, což odpovídalo velmi vysokému výnosu +14,3 % a výplatnímu poměru téměř 100 %. To bylo nad původním návrhem představenstva ČEZu na úrovni 117 CZK (80% výplata). Nicméně stát, respektive ministerstvo financí si na valné hromadě odsouhlasilo vlastní návrh již zmíněných 145 CZK. Důvodem byl snaha tímto přispět ke snížení pro letošek hrozícího hlubokého schodku státního rozpočtu. Ze stejného důvodu odhadujeme 100% dividendu i v příštích letech. Ale je nutné připomenout, že dividendu minimálně v příštím roce negativně ovlivní daň z neočekávaného zisku. Je sice platná tři roky, ale i když s tím v modelu nepočítáme, tak předpokládáme, že speciální daň bude pro roky 2024 a 2025 zrušena. V příštím roce odhadujeme dividendu na 64 CZK a v dalších letech po zrušení WFT na asi 110 CZK.

**Pro ocenění akcií** jsme použili model diskontovaných volných toků. Vnitřní hodnotu (Fair Value) akcií ČEZu jsme stanovili na úrovni 1 034 CZK. Při srovnání s tržní cenou nabízí naše nová Fair Value +19,0 % potenciál růstu. Oceňujeme ČEZ na 5,5x EV/EBITDA, to znamená diskont vůči mediánu západoevropských utilit, který je 7,4x. ČEZ také nabízí slušný dividendový výnos +6,2 %. To je lepší, respektive vyšší hodnota, než u srovnatelných společností (+4,6 %).

**Hlavní rizika:** Mezi hlavní rizikové faktory patří na prvním místě disponibilita výrobních zdrojů, zejména pak jaderných elektráren, kde společnost realizuje nejvyšší marže. Dále to budou ceny energetických komodit, a to zejména elektřiny a emisních povolenek. Mezi rizika patří také vývoj týkající se speciálních daní a obchodování s komoditami. A samozřejmě nepředvídatelná geopolitická situace a z ní vyplývající rizika.

Finanční data	2022	2023f	2024f	2025f	Poměrové ukazatele	2022	2023f	2024f	2025f
Výnosy (mld. CZK)	288,5	364,1	364,8	363,9	P/E (x)	6,4	16,0	16,1	16,4
EBITDA marže	45,6	33,5	32,6	32,6	Price/free cash flow	-4,2	4,4	11,9	11,7
Čistý zisk (mld. CZK)	80,7	34,5	34,2	33,7	Dividendový výnos (%)	5,2	14,0	6,2	6,2
Zisk na akcii (CZK)	146	65	64	63	Price/book value (x)	1,9	2,6	2,6	2,6
Dividenda na akcii (CZK)	48	145	64	64	P/S (x)	1,7	1,5	1,5	1,5
Úrokové krytí (x)	84,3	32,0	31,7	24,6	EV/S (x)	2,3	1,8	1,9	1,9
Výplatní poměr (%)	115,8	99,5	99,0	100,0	EV/EBITDA (x)	5,1	5,5	5,9	6,0
Čistý dluh / vl. kapitál (x)	0,6	0,5	0,7	0,7	EV/IC (x)	1,7	2,0	2,1	2,1

**Očekávané události:** Výsledky ČEZu za Q3 jsou v kalendáři naplánovány na 9. listopadu.

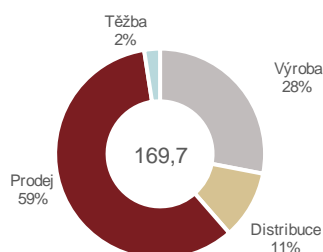
SOCIETE  
GENERALE  
GROUP

**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@kb.cz

## Základní přehled o společnosti

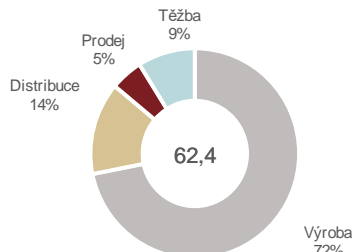
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>Silné postavení společnosti v rámci celé Evropy</li> <li>Vertikální integrace při celém procesu výroby elektřiny až po její distribuci</li> <li>Široké portfolio výrobních zdrojů</li> <li>Prudký rozvoj v poskytování služeb v oblasti energetických úspor a chytrých řešení (ESCO služby)</li> <li>Nízká emisní intenzita</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vliv státu a politických rozhodnutí na hospodaření společnosti</li> <li>Méně efektivní provoz některých uhelných elektráren</li> <li>Přísná státní regulace výrobního i distribučního procesu</li> <li>Vzhledem ke geopolitickému napětí, nejistota dodávek plynu na výrobu elektřiny</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>Dividendová politika s výhledem maximální výplaty</li> <li>Dotace z Modernizačního fondu na investice do OZE</li> <li>Rostoucí ceny emisních povolenek s pozitivním dopadem na ziskovost firmy díky očekávanému poklesu jejich potřeby</li> <li>Zavírání jaderných a uhelných elektráren v západní Evropě</li> <li>Očekávané zrušení speciální daně z neočekávaných zisků vzhledem k pominutí důvodů jejího zavedení</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Výstavba nového jaderného bloku bez státních garancí</li> <li>Nižší podpora výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů</li> <li>Vyšší potřeba emisních povolenek v případě výpadku výroby z bezemisních, zejména jaderných elektráren</li> <li>Speciální daně: strop na tržby dle jednotlivých výrobních zdrojů a daň z neočekávaných zisků</li> </ul>

Tržby podle segmentů (1H23)



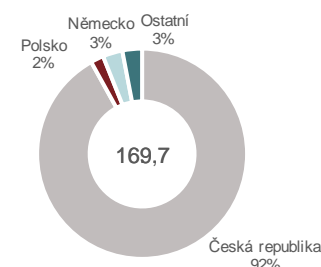
Zdroj: ČEZ; \* údaje v mld. CZK

EBITDA podle segmentů (1H23)



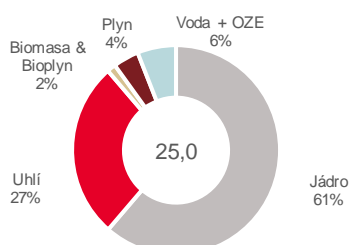
Zdroj: ČEZ; \* údaje v mld. CZK

Tržby podle regionů (1H23)



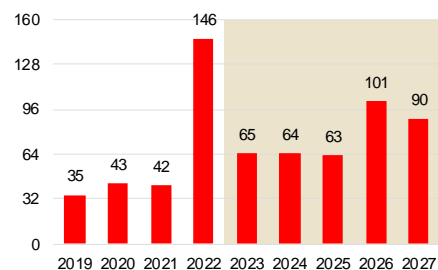
Zdroj: ČEZ; \* údaje v mld. CZK

Výroba elektřiny podle paliva (1H23)



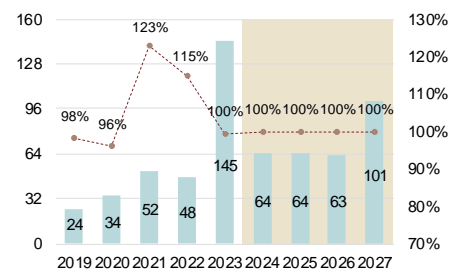
Zdroj: ČEZ; \* údaj v GW

Čistý zisk na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ

Dividenda na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; v roce, ve kterém je vyplacena

## Trendy v sektoru

### Ceny silové elektřiny

Současná tržní cena silové elektřiny podstatně klesla ve srovnání s rokem 2022 a pohybuje se kolem úrovně 140 EUR/MWh. Vývoj minulém roce byl velmi volatilní. Z minim na začátku roku lehce nad 110 EUR/MWh cena vystřelila až k hladině 1000 EUR/MWh. Průměrná cena byla v minulém roce asi 300 EUR/MWh. Důvodem turbulentního vývoje byl vysoký růst cen energetických komodit (plyn, uhlí, emisní povolenky). Vývoje ceny komodit je vidět v grafu níže.

V následujících letech by měly ceny elektřiny klesnout. Futures kontrakty indikují pokles ze současných 140 EUR MWh na 92 EUR/MWh v 2027.

### Plyn

Plyn je jeden z faktorů, který zásadně ovlivnil cenu elektřiny.

Vysoký nárůst ceny plynu je jedním z rozhodujících faktorů, který měl opravdu zásadní vliv na prudký nárůst ceny elektřiny. Za tím je geopolitická situace a rizikové faktory typu nejistoty týkající se dalšího vývoje. Dodávky ruského plynu do ostatních zemí Evropy se podařilo nahradit z velké části jinými zdroji. Nyní je cena ročního kontraktu na úrovni 55 EUR/MWh. To je významný pokles z téměř 90 EUR na začátku roku. Ještě markantnější je srovnání s historicky nejvyšší cenou, která byla přesně před rokem, kdy dosáhla 280 EUR. Byla to souhra prázdných zásobníků na prahu nové zimní sezóny a nejistota dodávek. To se podařilo vyřešit a cena klesla na dnešních již zmírněných 55 EUR. Průměrná cena plynu za poslední dekádu 2010-2020 ale činí 20 EUR.

### Emisní povolenky

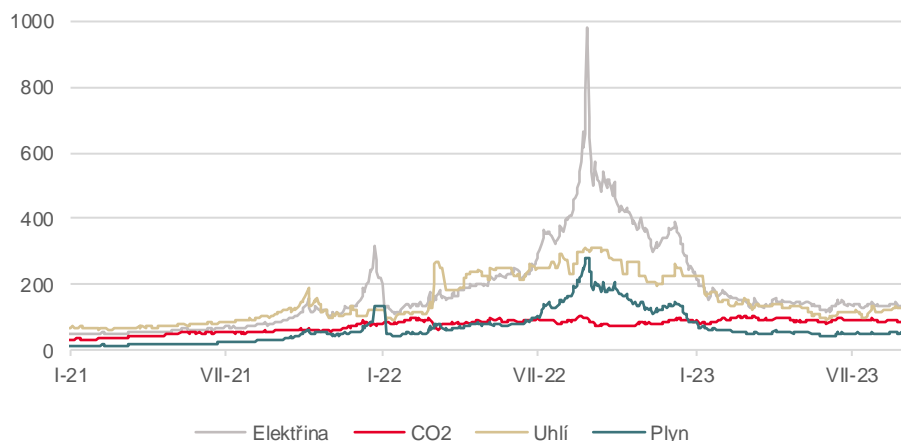
Cena emisní povolenky blízko historického rekordu.

Volatilita kurzu emisní povolenky se letos podstatně snížila ve srovnání s rokem 2022, kdy byla velmi vysoká. Obchoduje se za cenu kolem 90 EUR/t. To je na dohled k maximální ceně 105 EUR z února tohoto roku. Cena povolenky začala růst na začátku roku 2021. Ještě v 2020 byl průměr asi 26 EUR, v dalším roce 2021 už 55 EUR a v minulém roce 87 EUR. Za růstem povolenky je společenská odpovědnost (klimatická politika) a substituce uhlí za plyn. Emisní intenzita uhelných zdrojů je podstatně vyšší (asi 2x) ve srovnání s plynovými. To ovlivnilo poptávku po emisních povolenkách.

Cena uhlí klesla z loňských maxim.

### Uhlí

Graf vývoje ceny uhlí je prakticky stejný jako v předchozích dvou případech. Podstatný nárůst ceny v roce 2021, ale hlavně v minulém roce, kdy dosáhla jako u ostatních historických maxim. Z loňských rekordních úrovní lehce nad 300 USD/t cena klesla na dnešních 130 USD/t. Průměrná cena před turbulentním obdobím (2018-2020) byla asi 70 USD/t. Důvody růstu jsou stejné jako výše.

Cena elektřiny (€/MWh), CO<sub>2</sub> (€/t), uhlí (USD/t) a plynu (€/MWh)

Zdroj: Bloomberg

Cena elektřiny roste rychleji než cena akcií ČEZu.

Z grafu níže je vidět, že cena akcií ČEZu víceméně korelovala s vývojem cen silové elektřiny. Zvrat přišel se změnou geopolitické situace, která podstatně vyšroubovala cenu elektřiny. Na obchodování s akcemi ČEZu dopadly informace o možném rozdělení společnosti, ale také o speciálních daních, které masivně zvýšily daňové zatížení společnosti. Cena ČEZu vzrostla od začátku tohoto roku o asi +22 %, zatímco cena elektřiny o 43 % klesla.

Vývoj akcií ČEZ vs. ceny elektřiny v Německu



Zdroj: Bloomberg

## Hospodaření společnosti

### Druhé čtvrtletí tohoto roku

#### Podstatný růst hospodaření.

Reportovaná čísla za druhý kvartál podstatně vzrostla v meziročním srovnání a překonala nejvyšší odhady na trhu. Kromě segmentu výroby (vyšší ceny elektřiny) a překvapivě silného tradingu je podstatně lepší také segment Prodej (rozdíl cen komodit v zimním a letním období a jednorázový příjem ze sporu se SŽ). Zisk EBITDA vzrostl meziročně o +91 % na 43,7 mld. CZK při tržbách 76 mld. CZK (+28,6 % y/y). Čistý zisk dosáhl 11,6 mld. CZK, což znamená meziroční růst o +68 %.

ČEZ zopakoval své **celoroční projekce**. EBITDA by měla dosáhnout **105-115 mld. CZK a očištěný čistý zisk 33-37 mld. CZK**. Horní hranice této projekce čistého zisku při maximální výplatě **naznačuje dividendu téměř 70 CZK** na akcii (výnos +7,6 %). Výsledky za celé první pololetí představují zhruba 57 % EBITDA a 63 % čistého zisku.

V našich projekcích čekáme letos zisk EBITDA téměř 122 mld. CZK, čistý zisk 34,8 mld. CZK, a to při celkových tržbách 364 mld. CZK. V případě EBITDA je náš odhad mírně nad cílem ČEZu ve výši 105-115 mld. CZK. Naše projekce čistého zisku je uprostřed výhledu ČEZu.

ČEZ by měl podle našich odhadů vyrobit 51,6 TWh elektřiny ve srovnání s 54,3 TWh v minulém roce. Pokles jde zejména na vrub výroby elektřiny z uhelných elektráren. Počítáme s realizační cenou elektřiny 136 EUR/MWh z 110 EUR v minulém roce.

#### Výsledky ČEZu za Q2 22

mld. Kč	Q2 22	Q2 23	y/y	Odhad KB	Kons.
Tržby	54,5	76,3	40 %	75,5	75,0
EBITDA	15,6	29,8	91 %	24,0	22,6
marže	28,6 %	39,1 %	10,5 pb	31,1 %	30,1 %
Provozní zisk	8,1	21,0	161 %	15,7	14,7
Upravený čistý zisk	6,9	11,6	68 %	6,7	6,3

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Možná restrukturalizace ČEZu

#### Politici uvažují o restrukturalizaci.

Zhruba na jaře roku 2022 se politici prvně zmínili o možné restrukturalizaci společnosti, respektive rozdělení ČEZu. Primárním spouštěčem, proč by chtěli politici ovládnout ČEZ, se zdá být energetická krize, kdy by stát kontroloval kritickou infrastrukturu, která zahrnuje výrobu elektřiny zejména z jaderných elektráren. A dále také plánovaná výstavba nových jaderných bloků. O případném rozdělení ale nejsou žádné dostupné informace, včetně toho jestli se na této transakci pracuje, a celé situace je tak zahalena hustou mlhou. Politici se k rozdělení ČEZu vyjadřují jen zřídka. Navíc s vládním návrhem zákona o přeměnách (lex ČEZ, musí projít Poslaneckou sněmovnou, Senátem a získat podpis prezidenta) nesouhlasí minoritní akcionáři. V případě jeho schválení avizují právní kroky, které by celou situaci s největší pravděpodobností na dlouhé roky paralyzovaly.

Nadále zastáváme názor, že pokud by došlo k jakékoli restrukturalizaci ČEZu, měl by se stát s minoritními akcionáři férově vyrovnat. Což by znamenalo podstatnou prémii.

#### Případné nové jaderné bloky 100% v režii státu.

Jedním z hlavních důvodů, proč se o rozdělení společnosti spekuluje, je stavba nových jaderných elektráren. Připomínáme, že tendr na dostavbu jednoho bloku v elektrárně Dukovany běží. Do začátku října by měli všichni tři uchazeči (francouzská EdF, kanadský Westinghouse a korejská firma KHNP) podat finální nabídky. Vláda by pak měla rozhodnout v roce 2024. A právě tendr, respektive samotná realizace projektu, která je v případě jaderné elektrárny velmi složitý projekt z mnoha pohledů, byla pravděpodobně jeden z důvodů, proč byla cena akcie pod

tlakem, a to hlavně vzhledem k nejistotě, kterou tento obrovský projekt zahrnuje. Připomínáme ale, že **nové jaderné bloky bude ze 100 % financovat stát**.

## Speciální daně

Speciální daně byly zavedeny k **financování mimořádných výdajů státního rozpočtu**. Jedná se o odvody z nadměrných tržeb a daň z neočekávaných zisků. **Měly by být dočasné**.

### Mimořádná daň z neočekávaných zisků – Windfall tax

WFT byla zavedena pro **roky 2023, 2024 a 2025** a týká se, mimo jiných sektorů, **výroby a obchodu s energiemi**. Vše, co je nebo bude nad **průměrem za roky 2018-2021 navýšený o 20 %**, je **neočekávaný nebo nadměrný zisk**, na který se aplikuje **daň ve výši 60 %**.

**Standardní zisk je zdaněn sazbou 19 %.**

Na **neočekávaný zisk** se pak vztahuje **základní DPPO ve výši 19 % plus WFT 60 %**. **Výsledná sazba** pro nadměrný zisk je tedy **brutálních 79 %**.

Podle posledních odhadů samotného ČEZu zaplatí za tento rok WFT 22 až 30 mld. CZK. Podle našeho modelu by to mělo být téměř 28 mld. CZK.

Nyní WFT platí pro roky 2023, 2024 a 2025. Z našeho pohledu, ale **pominuly důvody pro její zavedení**, což byly kompenzace vysokých cen energií. **Ministr financí Stanjura připustil, že dojde k diskusi o jejím zrušení** pravděpodobně od roku 2024. V našem modelu sice počítáme s WFT po celé období (2023-2025), ale **očekáváme, že bude od 2024 zrušena**. To by mělo samozřejmě **pozitivní vliv na čistý zisk** za 2024 a 2025. Vzhledem k tomu, že čistý zisk slouží jako základ pro výpočet dividendy, **vzrostla** by za předpokladu zachování stávající dividendové politiky i **samotná dividend**.

### Odvody z nadměrných tržeb

Tato speciální daň se týká výnosů z výroby elektřiny nad stanovenými stropy. Je stanovena jako **90 % tržeb nad určenými limity**. **Platí od prosince 2022 po celý rok 2023**. V roce 2024 tedy již platit nebude.

ČEZu se z našeho pohledu bude týkat odvod z tržeb pro výrobu z jaderných zdrojů. Strop je stanoven na 70 EUR/MWh. 90 % nad touhou hranicí je odvod z nadměrných tržeb.

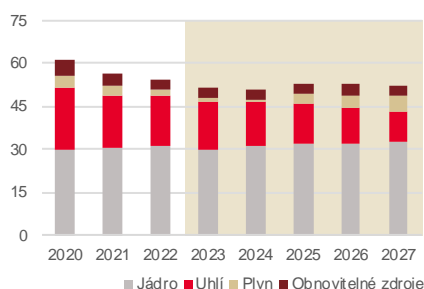
**Vedení ČEZu odhaduje za tento rok odvody na 8 až 13 mld. CZK**. Naše odhady jsou mírně nad horní hranicí projekce společnosti.

## Dlouhodobé odhady

Jaderné bloky jsou v energetickém mixu dominantní.

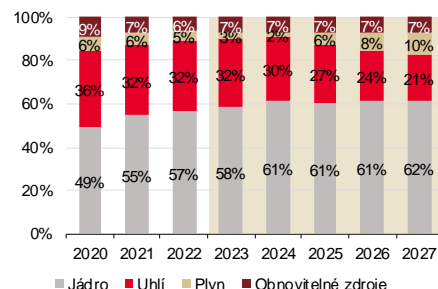
Jaderné elektrárny vyrobily v minulém roce 57 % veškeré elektřiny ČEZu, kdy vyprodukovaly 31 TWh. Odhadujeme, že výroba v nukleárních blocích bude i nadále dominantní a dále mírně vzroste na 32,2 TWh v roce 2027. Její podíl na celkovém objemu by měl vzrůst lehce nad 60 %. Nové jaderné zdroje ve sledovaném období (2023-2027) zcela jistě nevzniknou. Pokud nějaké budou, pravděpodobně půjde o malé modulární reaktory, ale až v horizontu po roce 2040. U „nejšpinavějších“ zdrojů, kterými jsou uhelné elektrárny produkují nejvíce emisí, bude postupně docházet k utlumení jejich aktivity. Instalovaný výkon uhelných elektráren se sníží z 4,3 GW v roce 2022 na 2,2 GW v roce 2030 a podíl na objemu vyrobené elektřiny klesne z 32 % v 2020 na 25 % v 2025 a až na 12,5 % v 2030, kdy budou v provozu jen modernizované pánevní elektrárny. Vzhledem k nejistotě dodávek plynu nepředpokládáme rozšíření portfolia plynových elektráren. Naopak by měl vzrůst výroba, respektive nové obnovitelné kapacity. Ze stávajících 2,2 GW by do roku 2025 by mělo vzniknout 1,5 GW nové kapacity obnovitelného výkonu a dalších 6 GW do roku 2030.

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



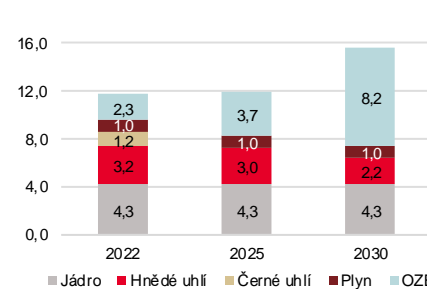
Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl na výrobě elektřiny



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný mix výrobní kapacity (GW)



Zdroj: ČEZ

Cen elektřiny budou podstatně vyšší ve srovnání s minulými roky.

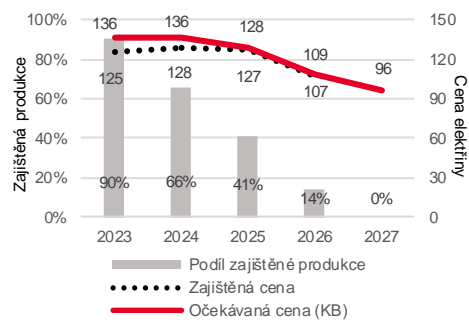
### Vysoké realizační ceny elektřiny

Loňský rok byl pro ceny elektřiny velmi turbulentní. Maxima vyskočila až k těžko uvěřitelným 1 000 EUR/MWh. Průměrná cena za 2022 byla kolem 300 EUR. Důvodem růstu byla geopolitická situace a nejistota ohledně dodávek plynu, což ovlivnilo cenu energetických komodit. Letos je cena elektřiny zhruba na 140 EUR. Cena futures kontraktů pro další roky dále klesá z 136 EUR pro rok 2024 až na asi 95 EUR pro rok 2027.

Letos vyrobenou elektřinu prodal ČEZ za 125 EUR/MWh. Nicméně stále měl k 30. červnu otevřenou pozici 7 % objemu. Takže výsledná průměrná cena bude vyšší. Předpokládáme, že bude zahrnovat prodej v elektřiny ve špičce (peak). Pro tento rok odhadujeme **průměrnou cenu elektřiny na 136 EUR**. Zhruba stejnou cenu předpokládáme i v příštím roce 2024.

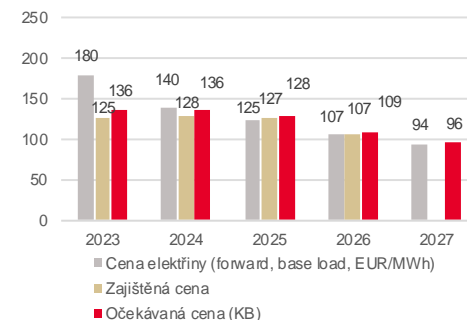
Na pravém grafu níže je vidět zajištěná cena, námi odhadovaná cena a cena na příští roky (forward).

Rozsah zajištění prodeje a průměrné ceny



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávané vyšší realizační ceny (EUR/MWh)



Zdroj: ČEZ, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; \* forward je průměr od 30. 9. 2021

S poklesem ceny elektřiny klesne z rekordních hodnot i hospodaření.

### Prognózy výsledků hospodaření

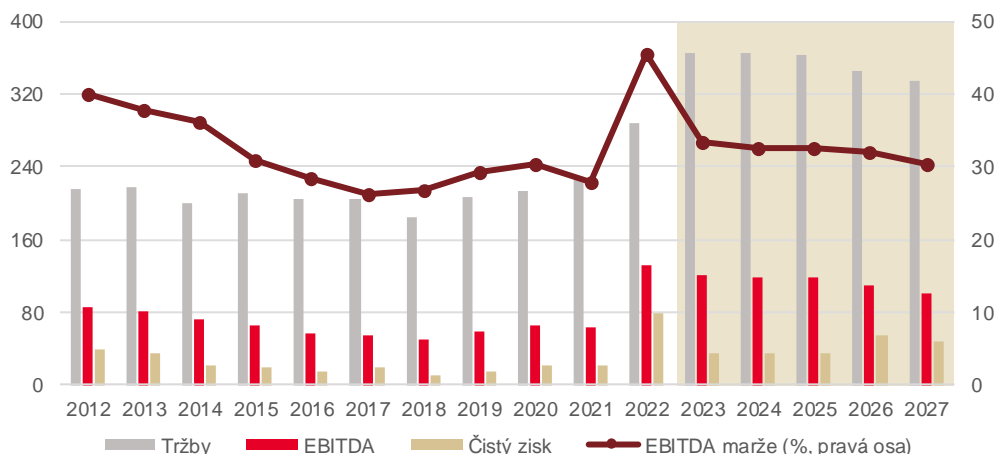
V minulém roce dosáhly celkové výnosy 289 mld. CZK. Letos čekáme 364 mld. CZK. Růst ceny elektřiny byl ten hlavní důvod růstu. Do konce sledovaného období (2027) by podle našich projekcí měly tržby mírně klesnout na 334 mld. CZK. Důvodem sestupné tendence je opět cena elektřiny (viz výše).

Letos by podle odhadů samotného ČEZu měl zisk EBITDA být v intervalu 105-115 mld. CZK po rekordních 131,6 mld. CZK v 2022. Podle našich odhadů by letos měly EBITDA dosáhnout 121,9 mld. CZK. Za první polovinu roku je EBITDA asi 57 % celkové roční očekávané vedením ČEZu. Podobně jako u tržeb s poklesem ceny elektřiny klesne i EBITDA. V poslední sledovaném roce (2027) očekáváme tento zisk na úrovni 101 mld. CZK.



Upravený čistý zisk za letošek podstatně klesne. Ze 78,4 mld. CZK by podle našich odhadů měl spadnout na zhruba na 34,8 mld CZK. Celoroční cíl ČEZu je 33-37 mld. CZK. Podstatný pokles z loňské úrovně je kvůli dani z neočekávaných zisků (WFT – viz výše). Za první polovinu roku je čistý zisk 22,5 mld. CZK, neboli 63 % celoroční projekce. V posledním roce období 2027 předpokládáme upravený čistý zisk ve výši 48 mld. CZK.

Odhady výsledků ČEZ (mld. Kč)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Dividendová politika

Výhled ČEZu na tento rok naznačuje dividendu až 70 CZK.

Podle stávající dividendové politiky by měl ČEZ distribuovat **mezi své akcionáře 60-80 % upraveného čistého zisku**. Letos vyplatil ČEZ jako dividendu 145 CZK na akcii. **Původní návrh vedení ČEZu byl na 117 CZK**, což odpovídá horní hranici výplatního poměru, tedy 80 % čistého zisku. **Nicméně stát** prostřednictvím ministerstva financí, které za stát vykonává akcionářská práva, proti svému původnímu prohlášení, že nebude požadovat vyšší dividendu, nakonec **podal protinávrh na výplatu celého (100 %) zisku**.

**To odpovídá dividendě 145 CZK na akcii**. Tento krok jsme očekávali. Vzhledem k tomu, že stát ovládá v ČEZu téměř 70 % všech akcií bylo schválení na červnové valné hromadě pouhou formalitou. Předpokládáme, že zásadním důvodem vyšší výplaty je snaha vlády snížit hluboký deficit státního rozpočtu.

Připomínáme, že vysoká výplata dividendy v letech 2021 a 2022 se skládala ze dvou složek. Jednak z upraveného čistého zisku a jednak z mimořádné výplaty, která odrážela divestice rumunských a bulharských aktiv.

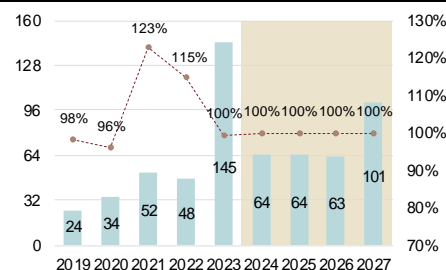
Ze zisku tohoto roku odhadujeme dividendu, která bude vyplacena v příštím roce, ve výši 64 CZK, což odpovídá hrubému výnosu +6,2 %.

Pro další roky předpokládáme opět výplatu celého čistého zisku.

**V následujících letech očekáváme opět výplatu 100 % čistého zisku**, tzn. nad rámec stávající dividendové politiky 60-80 %. **Důvod je stejný jako v tomto roce, kdy vysoká dividendy pomohla řešit rozpočtovou situaci**.

V následujících třech letech, ale **výši dividendy ovlivní speciální daně, zejména WFT**. V našem modelu **konzervativně počítáme s trváním WFT po celé tři roky, ale očekáváme, že dojde**

Očekávaná výplata dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; v roce, ve kterém je vyplacena



k jejímu zrušení pro roky 2024 a 2025 a bude platit pouze v roce 2023. Pokud by došlo k této změně **zvýšila by se dividendy vyplacená v 2025 a 2026 na 114 a 110 CZK z 64 a 63 CZK.**

## Zadlužení

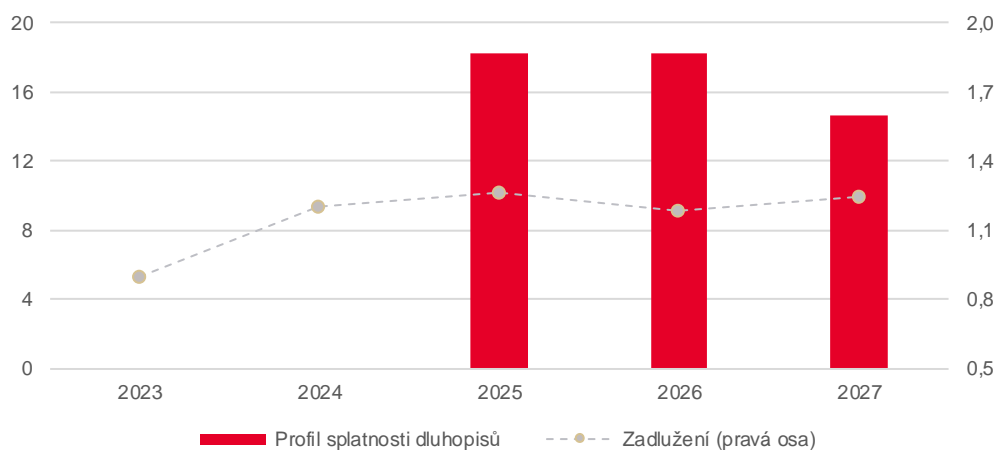
Nízké zadlužení do konce roku vzroste, stále bude hluboko pod cílem ČEZu.

Zadlužení bylo k pololetí 2023 **velmi nízkých 0,3x** (čistý dluh / EBITDA). To je **hluboko pod cílem ČEZu na 2,5-3,0x.**

Do konce tohoto roku očekáváme, že zadlužení z několika důvodů vzroste. Hlavním je výplata dividendy (78 mld. CZK), která probíhá od 1. srpna. Dále pak došlo ke splacení půjčky ČR a daňovému doplatku. Ve sledovaném období očekáváme, že bude zadlužení kolem hodnoty 1,0x.

Ve stávajícím roce i v tom následujícím nejsou splatné žádné emise dluhopisů (viz graf níže). Od roku 2025 do 2027 maturují dluhopisy v objemu do 20 mld. CZK ročně.

Profil splatnosti vydaných dluhopisů (mld. CZK) a míra zadlužení



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## M&A

Chystaná účast v případném tendru na GasNet.

V posledních dnech přinesly informační servery zprávy o **možném prodeji plynárenské distribuční sítě GasNet**. Je to hlavní dodavatel plynu v ČR (mimo Prahy a Jihočeského kraje). Jeho současný vlastník Macquarie Asset Management údajně uvažuje o prodeji. **Místopředseda představenstva ČEZu Pavel Cyraní uvedl, že je ČEZ připraven podat velmi kvalitní nabídku.**

Podle výroční zprávy společnosti GasNet dosáhla společnost v roce 2021 a 2022 EBITDA 9,3 a 8,2 mld. CZK. Na poklesu se projevily vysoké ceny plynu a pokles spotřeby. Při násobku EV/EBITDA ve výši 10,4x, který je v sektoru srovnatelných společností, naznačuje **cenu kolem 90 mld. CZK**. V případě úspěšného tendru by to pravděpodobně zvýšilo zadlužení ČEZu směrem k úrovni 2,0x. To považujeme za komfortní úroveň, bezpečně pod cílem ČEZu na 2,5-3,0x. S případnou akvizicí společnosti GasNet by ČEZ neměl žádný problém.

## Ocenění

### Sektorové srovnání

ČEZ se obchoduje s diskontem vůči konkurenci.

Pro porovnání jsme vybrali konkurenční společnosti působící v západní i střední Evropě. Z níže uvedené tabulky je evidentní, že hodnota ČEZu daleko více odpovídá oceněním společností ze západní Evropy. U násobku EV/EBITDA nabízí ČEZ slevu vůči konkurenci. Navíc by měl překonat ostatní ze skupiny i dividendovým výnosem.

#### Sektorové srovnání

	P/E akt.	P/E 2023	P/E 2024	P/S akt.	P/S 2023	P/S 2024	EV/ EBITDA akt.	EV/ EBITDA 2023	EV/ EBITDA 2024	EV/S akt.	EV/S 2023	EV/S 2024	Div. výnos 2024
ČEZ (odhad KB)	8,3	16,0	16,1	1,7	1,5	1,5	4,9	5,5	5,9	2,0	1,8	1,9	6,2
ČEZ (konsensus)	13,6	13,0	14,6	1,6	1,6	1,7	4,5	4,0	4,5	1,7	1,7	1,8	15,7
EDP-ENERGIAS DE PORTUGAL SA	15,7	13,9	13,3	0,9	0,9	0,8	8,5	8,1	7,8	2,1	2,0	2,0	4,6
E.ON SE	10,4	11,4	11,9	0,3	0,3	0,3	7,3	7,6	7,6	0,6	0,6	0,7	4,5
UNIPER SE	12,4	37,1	38,1	0,2	0,2	0,2	8,3	20,3	21,7	0,2	0,2	0,2	n/a
ENDESA SA	12,4	11,5	10,1	0,8	0,8	0,8	6,0	5,7	5,4	1,1	1,2	1,2	8,4
ENEL SPA	10,1	9,4	9,1	0,6	0,6	0,6	7,2	6,9	6,8	1,4	1,4	1,4	6,6
ENGIE	7,0	8,4	8,7	0,4	0,4	0,4	4,3	4,6	4,5	0,7	0,7	0,7	9,7
EVN AG	9,4	10,6	9,9	1,3	1,3	1,3	7,7	7,7	7,5	1,8	1,9	1,9	2,3
FORTUM OYJ	9,3	10,5	11,0	1,5	1,6	1,7	6,0	6,8	7,0	1,7	1,9	2,0	7,4
IBERDROLA SA	14,6	14,0	13,1	1,2	1,2	1,2	9,6	9,2	8,6	2,6	2,6	2,5	4,6
RWE AG	7,8	11,4	13,8	0,7	0,7	0,8	4,5	5,4	5,8	0,8	0,9	0,9	2,4
VERBUND AG	11,0	11,5	12,1	2,5	2,6	2,7	7,1	7,4	7,7	2,8	3,0	3,0	3,3
<b>MEDIÁN západní Evropa</b>	<b>10,4</b>	<b>11,4</b>	<b>11,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>4,6</b>
PGE SA	4,0	5,1	4,2	0,2	0,2	0,2	2,4	3,0	2,7	0,2	0,3	0,4	n/a
ENERGA SA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ENEA SA	1,8	4,4	3,4	0,1	0,2	0,2	2,4	4,8	4,3	0,3	0,4	0,4	n/a
TAURON POLSKA ENERGIA SA	2,3	4,2	3,2	0,1	0,2	0,2	3,4	4,7	4,1	0,5	0,6	0,7	n/a
<b>MEDIÁN střední Evropa</b>	<b>2,3</b>	<b>4,4</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>2,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>n/a</b>
<b>SEKTOROVÝ MEDIÁN</b>	<b>9,8</b>	<b>11,0</b>	<b>10,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>4,6</b>
ČEZ vs. sektor (konsensus)	39%	19%	38%	152%	140%	146%	-31%	-41%	-35%	78%	66%	71%	241%
ČEZ vs. sektor (odhad KB)	-15%	46%	53%	166%	130%	125%	-24%	-20%	-14%	107%	76%	81%	34%
ČEZ vs. západní Evropa (odhad KB)	-21%	40%	36%	115%	83%	83%	-31%	-26%	-21%	48%	31%	37%	34%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Cílová cena

Na základě modelu DCF jsme určili novou cílovou cenu ve výši 1 034 CZK na akcii.

**K určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti ČEZ byl použit dvoustupňový model diskontovaného volného cash flow (DCF) s pětiletým sledovaným obdobím.** Hlavní parametry a výstupy najdete v tabulce na následující straně. Volný cash flow je diskontován pomocí vážených nákladů na kapitál (WACC) v rozmezí 7,7-9,3 % pro sledované období. Dlouhodobý růst předpokládáme na úrovni 2 %. Na základě DCF modelu **stanovujeme naši cílovou cenu odpovídající fair value na 1 034 CZK na akcii.** Klíčovým faktorem je pozitivní dopad vysokých cen elektřiny na ziskovost firmy a tvorbu cash flow.

## Ocenění akcií ČEZ

	2023	2024	2025	2026	2027	LT
<b>Kalkulace požadované úrokové míry</b>						
bezriziková úroková míra	4,2%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%
beta	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
akciová riziková přírážka	5,9%	5,9%	5,9%	7,4%	8,9%	8,9%
riziková přírážka země	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
náklady vlastního kapitálu	10,2%	9,8%	9,8%	11,2%	12,5%	12,5%
váhu dluhu	33,5%	39,8%	41,0%	35,7%	35,4%	35,4%
náklady dluhu (po dani)	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
<b>WACC</b>	<b>7,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,3%</b>
<b>Model diskontovaných cash flow (mld. CZK)</b>						
EBITDA	121,8	119,1	118,4	110,5	101,3	
Amortizace jaderného paliva	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1	
Zaplacená daň	-12,1	-12,0	-11,8	-4,1	-3,6	
Změna pracovního kapitálu a rezerv	55,9	-20,2	-15,1	-12,3	1,7	
Kapitálové investice	-42,0	-44,0	-48,0	-50,0	-50,0	
<b>FCFF</b>	<b>127,7</b>	<b>46,9</b>	<b>47,6</b>	<b>48,2</b>	<b>53,5</b>	
price / free cash flow	4,4	11,9	11,7	11,5	10,4	
Současná hodnota of FCFF	118,8	40,9	38,9	36,3	36,9	
Současná hodnota FCFF do roku 2027	271,7					
Současná hodnota FCFF po roce 2027	512,2					
Čistý dluh	109,2					
Rezervy (jádro, doly, skládky)	121,9					
Finanční investice	0,9					
Investice v joint ventures	3,7					
Podíl minorit	1,4					
Odhad hodnoty vlastního kapitálu	556,0					
Fair value (CZK na akcii)	1 034					
<b>Cílová cena (CZK na akcii)</b>	<b>1 034</b>					

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulky ukazují citlivost naší cílové ceny na změnu klíčových parametrů, kterými jsou forwardové ceny elektřiny, diskontní sazba a dlouhodobá míra růstu v našem model.

## Citlivost cílové ceny na změnu parametrů

WACC						WACC					
Fwd ceny	-100 bb	-50 bb	7,7 % / 9,3 % *	+50 bb	+100 bb	Dlouhodobý růst	-100 bb	-50 bb	7,7 % / 9,3 % *	+50 bb	+100 bb
	-20%	912	847	791	743		1,0%	1 035	970	912	861
	-10%	1 048	975	912	858		1,5%	1 110	1 035	970	912
	0%	1 184	1 103	<b>1 034</b>	973		2,0%	1 194	1 108	<b>1 034</b>	968
	10%	1 319	1 231	1 155	1 088		2,5%	1 298	1 196	1 110	1 035
	20%	1 455	1 359	1 276	1 203		3,0%	1 418	1 298	1 196	1 110

Pozn.: \* první hodnota odpovídá průměru za 2022 – 2026, druhá po roce 2026

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Hlavní rizika

- **Ceny elektřiny** – Ceny akcií ČEZ jsou výrazně ovlivněny vývojem cen elektřiny na evropských trzích. Významné odchýlení německých cen elektřiny od našich prognóz může způsobit odlišný vývoj zisků ČEZ, než nyní předpokládáme.
- **Výrobní mix** – V následujících letech počítáme ve výrobě elektřiny s maximálním využitím jaderných elektráren. Pokud by došlo k delším neplánovaným odstávkám jaderných bloků, znamenalo by to nižší marže.
- **Obnova výrobního portfolia** – ČEZ dokončil modernizaci svých uhelných elektráren. Nejvyšší podíl investic by měl směřovat do distribuce, obnovitelných zdrojů a uzavírání a transformace výroby z uhlí na nízkoemisní. Jakýkoli podíl na stavbě nového jaderného bloku by mohl mít silně negativní dopad na naše ocenění.
- **Regulace** – Energetický sektor je sužován přísnou regulací a v některých zemích je pod politickým a veřejným nátlakem. Velkým rizikem je i potenciální omezování podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů.
- **Vývoj měnových kurzů** – Přestože je společnost proti výkyvům kurzu EUR/CZK z velké části přirozeně zajištěna, silnější než očekávané posílení české koruny oproti euru by pro ČEZ bylo negativní. Dopad na ceny elektřiny (české ceny jsou odvozeny od eurových německých cen) by mohl převážit nad ziskem ze snížení hodnoty eurového dluhu. Oslabování turecké liry vůči americkému dolaru vede k poklesu zisku z přidružených a společných podniků a nárůstu finančních závazků z titulu poskytnuté garance na úvěr turecké společnosti AkCEZ.
- **Akvizice** – Případné akvizice nejsou zahrnuty v našich prognózách. Mezi hlavní možné dopady patří zvýšení konsolidovaných zisků ČEZ, ale i zvýšení čistého dluhu. Velké akvizice mohou mít pozitivní i negativní vliv na naši cílovou cenu a doporučení v závislosti na parametrech transakce.
- **Daňová zátěž** – Speciální daně, strop na výnosy a daň z neočekávaných zisků by měly být jen dočasné. Pokud by ale došlo k jejich prodloužení, měly by to negativní vliv na hospodaření a následně na vyplácenou dividendu. Jakékoli další speciální nebo sektorové daně by měly stejný efekt.

## Finanční údaje ČEZ

mil. CZK	2019	2020	2021	2022	2023f	2024f	2025f	2026f	2027f
<b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT</b>									
Tržby	206 192	213 737	227 793	288 485	364 149	364 724	363 847	345 789	333 913
Materiálové náklady	-118 395	-120 320	-127 285	-162 010	-191 655	-200 329	-199 242	-188 709	-184 532
Mzdové náklady	-28 820	-30 855	-30 591	-33 915	-37 723	-38 477	-39 247	-40 032	-40 832
Ostatní náklady	-6 282	-3 753	-1 924	-1 890	-12 925	-6 846	-6 915	-6 552	-7 201
EBITDA	60 175	64 783	63 240	131 568	121 845	119 072	118 443	110 496	101 348
Odpisy	-33 876	-52 346	-47 427	-29 893	-38 196	-36 693	-36 606	-34 800	-33 612
Provozní zisk	26 429	12 585	16 098	101 927	83 650	82 379	81 838	75 696	67 735
Úrokové výnosy	403	377	431	3 804	2 920	2 495	1 728	1 687	1 821
Úrokové náklady	-5 473	-5 269	-4 206	-5 013	-5 534	-5 091	-5 058	-5 025	-4 993
Ostatní finanční výnosy	-1 893	-1 955	-2 014	-2 861	-7 116	-3 569	-3 464	-3 625	-3 786
Ostatní finanční náklady	-1 055	2 168	3 117	1 766	2 851	-176	-76	-76	-76
Zisk před zdaněním	18 411	7 906	13 426	99 623	76 771	76 038	74 967	68 657	60 702
Daň z příjmu	-3 911	-2 438	-3 517	-18 918	-42 224	-41 821	-41 232	-14 418	-12 747
Čistý zisk	14 500	5 468	9 909	80 705	34 547	34 217	33 735	54 239	47 954
Odpisy majetku	-4 400	-17 332	-12 391	2 305	-221	-221	-221	-221	-221
Očištěný čistý zisk	18 900	22 800	22 300	78 400	34 768	34 438	33 956	54 460	48 175
<b>ROZVAHA</b>									
Základní kapitál	50 914	50 954	52 376	52 465	52 465	52 465	52 465	52 465	52 465
Nerozdělený zisk	199 847	182 917	108 722	206 421	162 960	162 745	162 049	182 395	176 012
Vlastní kapitál	250 761	233 871	161 098	258 886	215 425	215 210	214 514	234 860	228 477
Dlouhodobý dluh	142 570	122 102	95 925	140 234	122 004	121 394	120 787	120 183	119 582
Ostatní dlouhodobé závazky	31	34	32	31	31	31	31	31	31
Investovaný kapitál	393 362	356 007	257 055	399 151	337 459	336 635	335 332	355 074	348 090
Dlouhodobá aktiva	428 088	410 372	403 092	435 119	433 821	428 361	425 044	421 009	417 317
Nehmotná dlouhodobá aktiva	37 429	24 244	23 854	24 423	32 377	33 384	34 391	35 397	36 404
Finanční investice	113 332	138 768	533 820	320 528	241 935	192 675	192 705	185 678	181 196
Hotovost a krátkodobé cenné papíry	9 755	6 064	26 640	36 609	64 031	28 822	21 426	38 782	42 846
Zásoby	37 682	48 951	33 480	55 009	55 594	55 791	56 000	56 222	56 457
Pohledávky	67 218	65 140	148 521	218 674	101 663	121 805	136 470	144 001	139 121
Ostatní aktiva	11 070	8 919	13 674	17 018	17 529	18 054	18 596	19 154	19 729
Krátkodobý dluh	29 323	29 725	41 965	61 912	51 212	50 700	50 193	49 691	49 194
Obchodní závazky	66 872	73 744	88 176	101 238	106 315	106 457	106 241	101 788	98 860
Rezervy	110 138	124 709	130 034	159 862	161 183	143 067	150 285	157 504	164 725
Ostatní závazky	104 879	118 273	665 851	385 217	290 781	242 034	242 580	236 186	232 200
Investovaný kapitál	393 362	356 007	257 055	399 151	337 459	336 635	335 332	355 074	348 090
Celková aktiva	704 574	702 458	1 183 081	1 107 380	946 950	878 893	884 631	900 243	893 069
<b>CASH FLOW</b>									
Zisk před zdaněním	18 411	7 906	13 426	99 623	76 771	76 038	74 967	68 657	60 702
Odpisy	29 016	28 284	31 628	32 757	37 975	36 472	36 385	34 579	33 391
Amortizace jaderného paliva	4 096	4 197	4 110	3 907	3 946	3 986	4 025	4 066	4 106
Ostatní nepeněžní operace	21 409	19 596	-14 732	98 839	300	3 278	3 916	3 927	3 763
Změna pracovního kapitálu	-20 990	21 206	32 312	-224 255	55 625	-20 534	-15 441	-12 572	1 337
Placené daně	-4 136	-3 748	-3 550	-5 409	-12 073	-11 957	-11 789	-4 122	-3 645
Čisté placené úroky	-5 023	-5 307	-4 051	-397	-2 613	-2 595	-3 330	-3 338	-3 172
Přijaté dividendy	148	23	13	27	27	27	27	27	27
Provozní cash flow	42 931	72 157	59 156	5 092	159 958	84 714	88 760	91 223	96 510
Cash flow z investiční aktivity	-32 363	-33 723	-7 118	-36 712	-42 000	-44 000	-48 000	-50 000	-50 000
Placené dividendy	-12 861	-18 139	-27 963	-25 649	-78 009	-34 431	-34 431	-33 893	-54 337
Cashflow s finanční aktivitou	-8 091	-42 125	-31 462	41 589	-90 535	-75 923	-48 157	-23 868	-42 446
Změna v hotovosti	2 477	-3 691	20 576	9 969	27 422	-35 209	-7 396	17 355	4 065

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Finanční údaje ČEZ

	2019	2020	2021	2022	2023f	2024f	2025f	2026f	2027f
<b>POMĚRY (%)</b>									
EBITDA marže	29,2	30,3	27,8	45,6	33,5	32,6	32,6	32,0	30,4
Provozní marže	12,8	5,9	7,1	35,3	23,0	22,6	22,5	21,9	20,3
Hrubá marže	8,9	3,7	5,9	34,5	21,1	20,8	20,6	19,9	18,2
Čistá marže (upr.)	9,2	10,7	9,8	27,2	9,5	9,4	9,3	15,7	14,4
Úrokové krytí (x)	3,6	2,6	4,3	84,3	32,0	31,7	24,6	22,7	21,4
Čistý zisk / vlastní kapitál (x)	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6
Čistý dluh / EBITDA (x)	2,7	2,3	1,8	1,3	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2
ROE	7,8	9,4	11,3	37,3	14,7	16,0	15,8	24,2	20,8
ROA	2,7	3,2	2,4	6,8	3,4	3,8	3,9	6,1	5,4
ROCE	4,9	6,1	7,3	23,9	9,4	10,2	10,1	15,8	13,7
Dividendový výplatní poměr	98,6	96,8	122,7	115,8	99,5	99,0	100,0	99,8	99,8
<b>ÚDAJE NA AKCII (CZK)</b>									
Čistý zisk (upr.)	35,3	42,6	41,6	145,7	64,6	64,0	63,1	101,2	89,5
Vlastní kapitál	468,7	437,2	300,7	482,2	400,4	400,0	398,7	436,6	424,7
Volný cash flow	18,0	103,8	128,3	-222,3	237,3	87,1	88,4	89,6	99,4
Hrubá dividendá	24,0	34,0	52,0	48,0	145,0	64,0	64,0	63,0	101,0
<b>TRŽNÍ OCENĚNÍ</b>									
P/E (x)	14,4	12,1	19,9	6,4	16,0	16,1	16,4	10,2	11,5
Price/Operating cash flow (x)	5,2	3,4	6,6	45,8	3,2	5,6	5,4	5,6	5,4
Price/free cash flow (x)	28,3	5,0	6,4	-4,2	4,4	11,9	11,7	11,5	10,4
Price/book value (x)	1,1	1,2	2,8	1,9	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4
Price/sales (x)	1,3	1,3	1,9	1,7	1,5	1,5	1,5	1,6	1,7
Dividendový výnos (%)	4,7	6,6	6,3	5,2	14,0	6,2	6,2	6,1	9,8
EV/revenues (x)	2,1	2,0	2,4	2,3	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0
EV/EBITDA (x)	7,3	6,6	8,8	5,1	5,5	5,9	6,0	6,2	6,7
EV/IC (x)	1,1	1,2	2,2	1,7	2,0	2,1	2,1	1,9	2,0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv 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 nezkreslený 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, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. 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 vyplývajícimu 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. 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.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

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

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

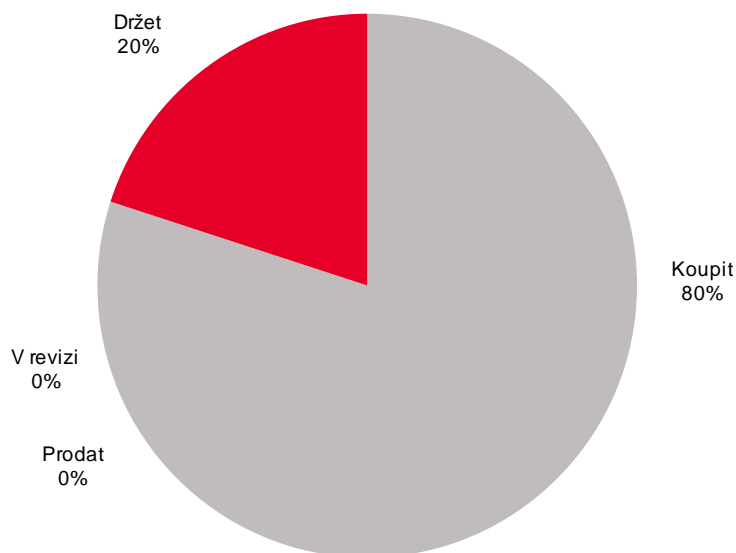


Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odrazilo vývoj společnosti nebo sektoru.

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 premie 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 zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. 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 (8 doporučení).

#### Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

**KOUPIT:** odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců.

**DRŽET:** odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců.

**PRODAT:** odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců.

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezičase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.

**Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty**

	ČEZ	Colt CZ Group SE	Kofola	MONETA Money Bank	Philip Morris ČR	Avast	O2 CR
<b>Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů</b>							
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	držet	konec pokryvání	konec pokryvání
Cílová cena	1 034 CZK	652 CZK	313 CZK	104,6 CZK	18 349 CZK		
Datum	07.09.2022	16.12.2022	29.05.2023	05.09.2022	03.03.2023	07.09.2022	25.02.2022
Cena v den publikace	923 CZK	559 CZK	244 CZK	73,2 CZK	17 200 CZK	205,1 CZK	270 CZK
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců		
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota		
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>							
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	1 393 CZK	645 CZK	381 CZK	109,7 CZK	18 183 CZK	600 GBp	362 CZK
Datum	07.06.2022	17.01.2022	12.05.2022	31.08.2021	11.02.2022	11.02.2021	26.03.2021
Doporučení	v revizi	v revizi	v revizi	v revizi	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	v revizi	v revizi	v revizi	v revizi	16 512 CZK	466 GBp	293 CZK
Datum	10.05.2022	31.03.2021	15.02.2022	07.05.2021	20.11.2020	30.08.2019	08.01.2020
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	v revizi	koupit
Cílová cena	905 CZK	357 CZK	367 CZK	97 CZK	18 308 CZK	v revizi	298 CZK
Datum	10.12.2021	27.11.2020	12.01.2021	29.10.2019	03.12.2018	14.08.2019	12.12.2018
Doporučení	koupit		v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	621 CZK		v revizi	97 CZK	17 546 CZK	342 GBp	270 CZK
Datum	23.07.2020		26.11.2020	07.03.2019	22.08.2017	15.06.2018	18.08.2017
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DDM	DFCF	DFCF DDM
Četnost doporučení	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	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
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
<b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>							
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců	ne	ano	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
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka