

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

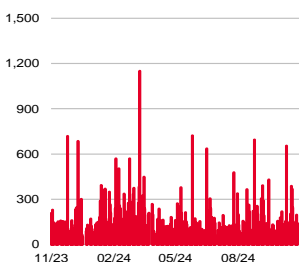
## Klesající ceny elektřiny

## Držet

Cena 15.11.24	907 CZK
12m cíl	923 CZK
Pot. růst ceny	1,8 %
Dividenda	45 CZK
Celkový výnos	6,7 %

**Sektorové doporučení**  
Zvýšit váhu**Typ investice**  
Expozice vůči cenám komodit  
Vysoký dividendový výnos**Roční vývoj ceny akcií**

Zdroj: Bloomberg

**Objem obchodů (v tis. ks)**

Zdroj: Bloomberg

**Data o akciích**

RIC CEZsp.PR	Bloom	CEZ	CP
52týdenní rozmezí	798	-	998
Tržní kap. (mld. CZK)	488,0		
Tržní kap. (mld. EUR)	19		
Volné obchod. (%)	30,00		
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Akcie	5,7	0,8	-8,4
Relativně k PX	2,1	-4,9	-23,8

Zdroj: Bloomberg

**Poslední analýza a komentář:**[https://bit.ly/CEZ\\_analysis\\_202309](https://bit.ly/CEZ_analysis_202309)[https://bit.ly/CEZ\\_2Q24](https://bit.ly/CEZ_2Q24)[https://bit.ly/CEZ\\_3Q24](https://bit.ly/CEZ_3Q24)

**Investiční doporučení:** Pro akcie společnosti ČEZ vydáváme nové **doporučení Držet** s aktualizovanou **cílovou cenou ve výši 923 CZK** (předchozí doporučení i cílová cena byly Koupit a 1 034 CZK z 7. 9. 2023).

Ceny elektřiny se po rekordech v minulých dvou letech stabilizovaly kolem úrovně 90 EUR/MWh. V dalších letech cena dále klesne. Zásadním způsobem dopadly na hospodaření ČEZu speciální daně. V roce 2024 a 2025 stále platí mimořádná daň v neočekávaných zisků. Navíc od tohoto roku se zvýšila sazba standardní korporátní daně na 21 % z 19 %. To má za následek doslova extrémní výslednou efektivní daňovou sazbu (63 % za 2023). ČEZ má vzhledem k vysokému podílu výroby z bezemisních zdrojů, zejména jaderných elektráren, velmi nízkou emisní intenzitu. Vysoká cena povolenky tedy vyznívá pro ČEZ pozitivně.

ČEZ má z našeho pohledu slušnou dividendovou politiku. Ta stávající počítá s distribucí 60 – 80 % upraveného čistého zisku mezi akcionáře. Dividendu za roky 2023-2025 zásadním způsobem ovlivní speciální daň z neočekávaných zisků. Letos vyplatil ČEZ 52 CZK, což odpovídalo hrubému výnosu +5,6 %. Výplatní poměr byl na horní hranici 80 %. Ministerstvo financí, které za stát vykonává akcionářská práva (70 %) na rozdíl od minulého roku nenavrhlo výplatu celého čistého zisku. V příštím roce odhadujeme, že ČEZ opět navrhne výplatu na úrovni 80 %. Znamenalo by to dividendu ve výši 45 CZK. Pokud by ale ministerstvo, například z důvodů hlubokého schodku státního rozpočtu, navrhlo výplatu celého zisku, znamenalo by to 56 CZK na akcii. To je naše optimistická varianta, ale vzhledem k platnosti speciální daně, tomu nedáváme velkou pravděpodobnost.

**K ocenění akcií** ČEZu používáme DCF. **Fair Value neboli vnitřní hodnotu akcie jsme stanovili na 923 CZK.** To odpovídá růstovému potenciálu +1,8 %. Celkový výnos je pak +6,7 %. ČEZ jsme ocenili na 6,0x EV/EBITDA, to znamená diskont vůči mediánu západoevropských utilit, který je 7,2x. Navíc ČEZ nabízí investorům slušný dividendový výnos +5,0 %.

**Hlavní rizika:** Rizika tentokrát rozdělíme na dva druhy. Do první skupiny zařadíme rizika spojená s hospodařením společnosti. Mezi nejvýznamnější v této kategorii patří cena komodit (elektřiny a emisní povolenky). Dále disponibilita výrobních zdrojů, hlavně jaderných elektráren, které nabízejí nejvyšší marže. A do druhé skupiny patří **politická rizika**. Zejména máme na mysli **speciální daně** nebo regulace. Připomínáme, že pro roky 2024 a 2025 stále platí speciální daň z neočekávaných zisků.

Finanční data	2023	e2024	e2025	e2026	Poměrové ukazatele	2023	e2024	e2025	e2026
Výnosy (mld. CZK)	340,6	328,2	309,8	294,2	P/E (x)	14,3	16,4	20,6	15,2
EBITDA marže	36,7	40,2	38,7	33,8	Price/free cash flow	6,9	26,5	15,5	21,0
Čistý zisk (mld. CZK)	29,6	29,0	24,1	32,7	Dividendový výnos (%)	15,7	5,6	4,9	3,8
Zisk na akcii (CZK)	64,7	56,5	44,7	60,8	Price/book value (x)	2,0	2,0	2,0	1,9
Dividenda na akcii (CZK)	145,0	52,0	45,0	35,0	P/S (x)	1,5	1,5	1,6	1,7
Úrokové krytí (x)	42,3	24,7	14,4	10,1	EV/S (x)	1,9	2,2	2,3	2,5
Výplatní poměr (%)	99,5	80,4	79,7	78,2	EV/EBITDA (x)	5,3	5,5	6,0	7,3
Čistý dluh/EBITDA (x)	1,3	1,7	1,9	2,3	EV/IC (x)	1,7	1,6	1,6	1,5

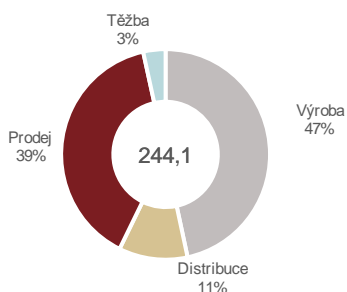
**Očekávané události:** Výsledky za 4Q24/2024 by měly být zveřejněny v březnu 2025.

SOCIETE  
GENERALE  
GROUP**Bohumil Trampota**  
Akciový analytik  
bohumil\_trampota@kb.cz  
(420) 222 008 560

## Základní přehled o společnosti

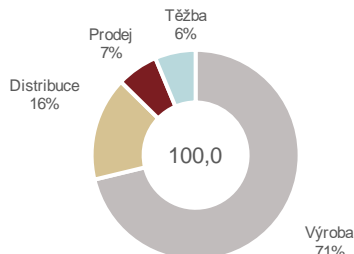
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>Silné postavení společnosti v rámci celé Evropy</li> <li>Vertikální integrace při celém procesu výroby elektřiny až po její distribuci</li> <li>Široké portfolio výrobních zdrojů</li> <li>Prudký rozvoj v poskytování služeb v oblasti energetických 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>Vysoké 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</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, daň z neočekávaných zisků, sektorová daň</li> </ul>

Tržby podle segmentů (9M24, mld. CZK)



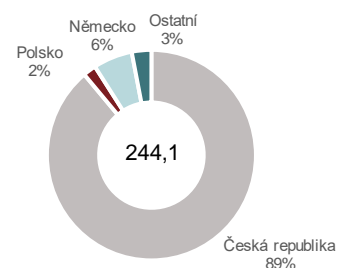
Zdroj: ČEZ; \* údaje v mld. CZK

EBITDA podle segmentů (9M24, mld. CZK)



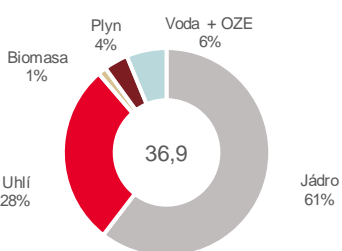
Zdroj: ČEZ; \* údaje v mld. CZK

Tržby podle regionů (9M24, mld. CZK)



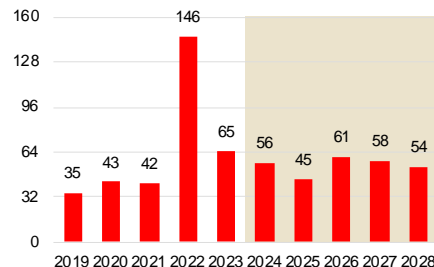
Zdroj: ČEZ; \* údaje v mld. CZK

Výroba elektřiny podle paliva (9M24, TWh)



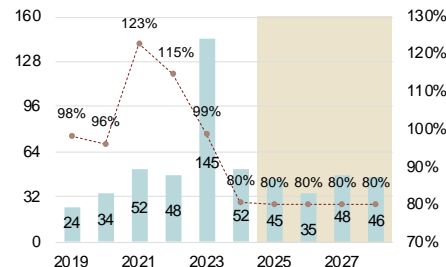
Zdroj: ČEZ; \* údaj v GW

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

Tržní cena silové elektřiny se nyní obchoduje asi za 90 EUR/MWh. Ve srovnání s předchozím rokem (2023) tak klesla z průměrných 140 EUR. Vlastně celý minulý rok klesala, když na začátku roku byla kolem 220 EUR a končila zhruba na současných 90 EUR. Volatilita se podstatně snížila a cena komodity se v tomto roce obchoduje ve srovnání předchozími roky, zejména s 2022, v relativně úzkém intervalu kolem úrovně 90 EUR/MWh. Cena elektřiny klesla z našeho pohledu hlavně díky poklesu ceny emisních povolenek. Snížily se také ceny zemního plynu. A důležitým faktorem je též pominutí nejistoty o dodávkách energetických surovin.

V dalších letech ceny elektřiny dále klesnou. Aspoň to naznačují to futures kontrakty. Ze současné ceny kolem 90 EUR/MWh by se měla cena snížit na asi 70 EUR v roce 2028.

### Plyn

S největší pravděpodobností jsou plyn respektive růst jeho ceny spolu s emisní povolenkou těmi zásadními faktory za růstem ceny elektřiny. Na vysoké ceně plynu se v roce 2022 podepsala nejistota týkající se jeho dodávek. A to vše na začátku zimní sezóny a navíc za situace, když byly zásobníky prázdné. To se ale podařilo vyřešit. Cena plynu spadla v minulém roce průměrně o téměř 70 % na 42 EUR/MWh. Letos je cena ještě o dalších asi 20 % příznivější, když průměr je někde kolem 32 EUR.

### Emisní povolenky

Průměrná cena emisní povolenky se letos snížila o asi 25 % y/y na 65 EUR/t. Klesla tak z rekordních hodnot předchozího roku, které se blížily až k 100 EUR. Předpokládáme, že klesla poptávka s nižším využíváním uhelných elektráren, které zjednodušeně potřebují dvakrát více povolenek než plynové. Cena povolenky by měla v příštích letech mírně vzrůst o asi 10 EUR na 75 EUR/t.

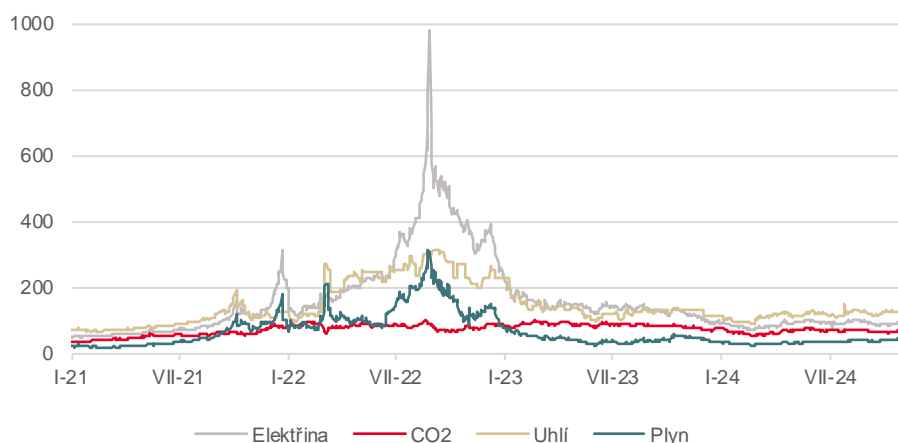
### Uhlí

Podobně jako u předchozích komodit se snížila i cena energetického uhlí. Ceny spadla z maxim, která byla v roce 2022. Vloni se obchodovalo uhlí za průměrných asi 130 EUR/t. Letošní úroveň je ještě nižší na asi 114 EUR/t. ČEZ má v portfoliu pouze hnědouhelné elektrárny. Jako palivo využívají z drtivé většiny uhlí z vlastních Severočeských dolů, které ze 100 % ovládá ČEZ.

Plyn v minulých letech výrazně ovlivnil cenu elektřiny.

Ceny povolenek klesly. Očekává se mírný růst v následujících letech.

Cena uhlí klesla z loňských maxim.

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

Zdroj: Bloomberg

Cena ČEZu od začátku roku klesla.

Cena akcií ČEZ v minulosti kopírovala cenu elektřiny. Nicméně kvůli geopolitické situaci, ceně komodit ale také kvůli spekulacím o možné restrukturalizaci se kurzy oddělily. Podstatně ČEZ zasáhlo také schválení speciální daně z nadměrných zisků. Cena elektřiny sice na začátku roku klesla o dalších asi 25 %, ale následně se vrátila zpět. Nyní je od začátku roku prakticky beze změny na 90 EUR/MWh. Zato cena akcií ČEZu byla na začátku roku nejvýše blízko hranice 1 000 CZK. Nyní je zhruba na 900 CZK, což je YTD o asi 6 % níže.

Vývoj akcií ČEZ vs. ceny elektřiny v Německu



Zdroj: Bloomberg

## Hospodaření společnosti

### Třetí čtvrtletí tohoto roku

Výsledky podstatně nad odhady.

**ČEZ reportoval za 3Q24 EBITDA 30,9 mld. CZK a překonal tak konsensus trhu o vysokých +11 %.** A to při celkových **výnosech 82,4 mld. CZK (+7,4 % y/y)**. Meziročně jsou v segmentu Výroba vyšší jaderné zdroje. Naopak obnovitelné zdroje mírně klesly, stejně jako emisní zdroje. Těžba je nižší kvůli nižším dodávkám do skupiny a externímu odběru. Segment Distribuce pozitivně ovlivnilo začlenění společnosti GasNet. Prodej vylepšil v 3Q24 výnos ze soudního sporu se SŽDC. Upravený **čistý zisk je meziročně nižší o 59 % a dosáhl 3,7 mld. CZK** a zaostal za tržním odhadem. Z našeho pohledu je za tím zejména **masivní nárůst efektivní daňové sazby na 86 %** (naše očekávání 62 %, loni 61 %).

**ČEZ opět zvýšil cíl na EBITDA na 126-130 mld. CZK.** Ve srovnání s předchozím cílem 118-122 mld. CZK jde o solidní **nárůst o +6,7 % (střed)**. Zvýšení je dáno konsolidací akvizované společnosti GasNet (cca od září), vyšší zisk z obchodování s komoditami a výnos ze soudního sporu se SŽDC. Navíc tentokrát **management aktualizoval i cíl na čistý zisk, když lehce zvýšil spodní hranici na 26-30 mld. CZK** (předchozí 25-30 mld. CZK). Většinu nárůstu u EBITDA bude na čistém zisku eliminována vysokými daněmi. Současná projekce čistého zisku odpovídá dividendě 39-45 CZK (hrubý výnos až +5,0 %) při uvažované horní hranici dividendové politiky.

**Reportovaná čísla ČEZu od začátku roku (za 9M24) jsou 82 % celoroční projekce EBITDA a 83 % čistého zisku ve srovnání s horní hranicí projekce.** Očekáváme, že ČEZ své cíle splní.

**Podle našeho modelu by EBITDA měla za celý rok 2024 dosáhnout 131,9 mld. CZK a čistý zisk 30,4 mld. CZK.** Celkové výnosy odhadujeme na 328 mld. CZK. U obou sledovaných linek jsme tedy nad projekcí managementu ČEZu. **U EBITDA jsme o +8,1 % nad horní hranicí celoročního cíle a u čistého zisku o +1,3 %.**

V letošním roce odhadujeme, že ČEZ vyrobí 45 TWh elektřiny (po odečtení vlastní spotřeby). To je mírný pokles o 2,6 % ve srovnání s 46,3 TWh vyprodukovanými v minulém roce. Odhadovaný nárůst u výroby z plynu a obnovitelných zdrojů převáží pokles u uhelných a jaderných elektráren. V našich projekcích počítáme s realizační cenou 134 EUR/MWh po 130 EUR v roce 2023.

#### Výsledky ČEZu za 3Q24

mld. Kč	3Q23	3Q24	y/y	KB	vs KB	kons.	vs kons.
Tržby	76,8	82,4	7,4 %	76,6	7,6 %	76,6	7,6 %
EBITDA	32,6	30,9	-5,4 %	30,7	0,4 %	27,8	11 %
marže	42,5 %	37,5 %	-5,1 pb	40,1 %	-2,7 pb	36,3 %	1,1 pb
Provozní zisk	21,8	19,6	-10 %	20,0	-2,2 %	18,2	7,5 %
Upravený čistý zisk	9,0	3,7	-59 %	6,6	-44 %	5,7	-35 %

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Speciální daně

Období pro odvody speciální daně z neočekávaných zisků se zkracovat nebude.

Speciální daň z nadměrných zisků – Windfall tax – nejen pro energetické společnosti byla zavedena, aby pokryla **financování mimořádných výdajů státního rozpočtu v souvislosti s energetickou krizí. Byla zavedena pro roky 2023-2025. Daň ve výši 60 % se aplikuje na průměr za roky 2018-2021 navýšený o 20 %.**

**Standardní zisk je od roku 2024 zdaněn sazbou 21 % (růst z 19 %).**

Efektivní daňová sazba se pro ČEZ tedy skládá ze standardní DPPO ve výši 21 % plus 60 % WFT. To pro ČEZ vloni znamenalo výslednou daňovou sazbu 62,6 % (WFT se netýká celého hospodaření ČEZu).

Za minulý rok (2023) zaplatil ČEZ na dani z neočekávaných zisků 30,1 mld. CZK. Celkem se ČR vybralo asi 39 mld. CZK (vztahuje se např. i na banky nebo rafinerie). To znamená, že samotný ČEZ zaplatil z celkové WFT kolem 77 % a je tak suverénně nejvyšším plátcem této speciální daně. Pro stávající rok (2024) odhaduje ČEZ speciální daň WFT na 29-33 mld. CZK.

Kromě WFT v loňském roce ČEZ zaplatil také odvody z nadměrných tržeb ve výši 10 mld. CZK. Ty se ale aplikovaly jen pro rok 2023 a v tomto roce již neplatí.

Ministr financí Stanjura podle svých prohlášení plánoval WFT zrušit pro roky 2024 a 2025. Nicméně navzdory tomu nic takového nenavrl a WFT bude platit i pro příští rok (2025), tedy po celé původně schválené období. Se zrušením jsme v našich odhadech nepočítali.

Politické riziko: Speciální daně budou i nadále hrozbou.

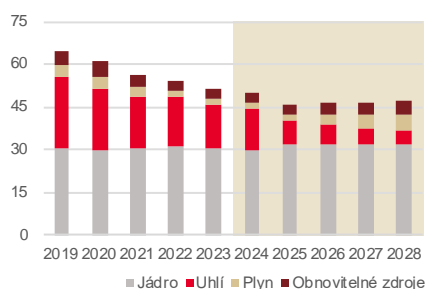
**ČEZ a jeho hospodaření čelí podle našeho názoru politickému riziku. Nebyli bychom překvapeni, kdyby se v následujících letech objevily opět snahy na nějaké mimořádné zdanění tohoto sektoru, respektive samotného ČEZu.** Na příkladu výše si to vládní garnitura již vyzkoušela.

## Dlouhodobé odhady

Jaderné elektrárny představují téměř 60 % výrobního mixu.

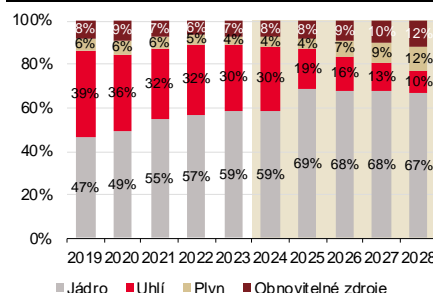
V minulém roce vyprodukovaly obě jaderné elektrárny ČEZu 30,4 TWh elektřiny. Letos se čeká, že vyrobí 29,5 TWh, což je o asi 3 % méně. Důvodem lehce nižší výroby je nižší disponibilita elektrárny v Temelíně (neplánované odstávky). V roce 2023 to znamenalo přes 59 % z celkové výroby elektřiny. V letošním roce očekáváme zhruba stejný podíl. ČEZ plánuje dosáhnout 32 TWh v roce 2030. Výroba v jaderných elektrárnách bude pro ČEZ nadále naprosto dominantním prvkem s podílem kolem zmíněných 60 % nebo mírně nad. Připomínáme, že ve sledovaném období (2024-2028) zcela jistě nevzniknou žádné nové jaderné bloky. Bude docházet k postupnému útlumu elektráren, které spalují uhlí a nejvíce zatěžují životní prostředí. Instalovaný výkon uhelných elektráren se čeká, že z 4,2 GW v roce 2023 se sníží na 2,2 GW v roce 2030, kdy by měly být v provozu již jen modernizované zdroje. Jejich podíl na celkovém objemu vyrobené elektřiny by tedy měl klesnout z 30 % v 2023 na asi 4 % v 2030. V roce 2033 by pak neměl být v provozu už žádný uhelný blok. Odstavené uhelné zdroje by měly nahradit nové plynové elektrárny. Ty by měly být připraveny také na spalování vodíku. Podle plánů ČEZu poroste také instalovaný výkon obnovitelných zdrojů. Výstavba je ale závislá např. na podmínkách podpory ze strany ČR a EU. Rozvíjet by se měla hlavně fotovoltaika a větrné elektrárny. Z 2,3 GW v roce 2023 by měl instalovaný výkon zvýšit na 8-9 GW do roku 2030.

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



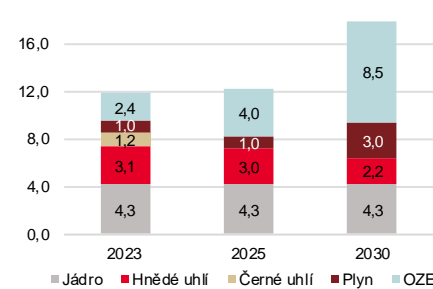
Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl na výrobě elektřiny



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný mix výrobní kapacity (GW)



Zdroj: ČEZ

Realizovaná cena elektřiny by měla v tomto roce mírně vzrůst.

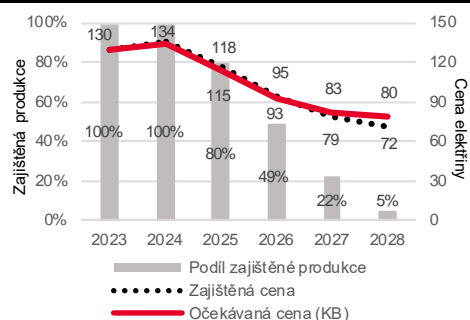
### Očekávaný pokles realizačních cen elektřiny

Prakticky celý loňský rok cena elektřiny klesala. Letos cena kolísá kolem hladiny 90 EUR/MWh. V příštích letech by cena elektřiny, jak ji indikují futures kontrakty, měla dále klesat až asi k 70 EUR/MWh pro rok 2028.

V minulém roce prodával ČEZ elektřinu za asi 130 EUR/MWh. V tomto roce by průměrná realizovaná cena elektřiny měla dále mírně vzrůst na až 134 EUR. V následujících letech dojde k jejímu poklesu. V posledním sledovaném roce odhadujeme průměrnou cenu elektřiny lehce pod 80 EUR/MWh.

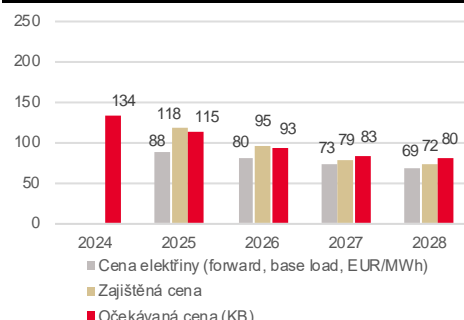
Následující grafy porovnávají zajištěnou cenu, naše projekce a forwardy na příští roky.

Rozsah zajištění prodeje a průměrné ceny



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávané realizační ceny (EUR/MWh)



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

Nižší ceny elektřiny znamenají pokles hospodaření.

### Prognózy výsledků hospodaření

Tento rok by podle našeho modelu měly celkové výnosy dosáhnout 328,2 mld. CZK. To by znamenalo mírný pokles o 3,6 % ve srovnání s rokem 2023. Ve sledovaném období by měly tržby měly klesat průměrným tempem 3,2 % (CAGR 2024-2028) až na 289 mld. CZK v roce 2028. Nižší realizovaná cena bude jedním z důvodů tohoto poklesu.

Cíl vedení ČEZ pro tento rok je dosáhnout zisku EBITDA v intervalu 126-130 mld. CZK. Vloni EBITDA dosáhla 124,8 mld. CZK. Reportovaná EBITDA za 9M24 pak činila 100 mld. CZK, respektive 83,4 % celoročního cíle. V našich projekcích odhadujeme celkovou letošní EBITDA na 131,9 mld. CZK. Na konci sledovaného období by podle našich projekcí měla EBITDA klesnout na 97,7 mld. CZK (-4,8 % CAGR 2024-2028).

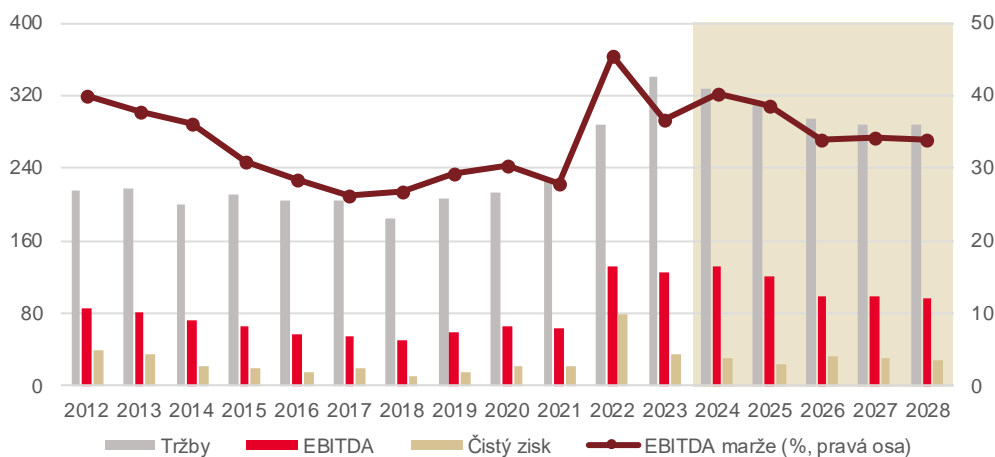
Co se týká čistého zisku, od začátku roku oznámil ČEZ 24,8 mld. CZK. To znamená dokonce 90,1 % celoročního cíle 26-30 mld. CZK. V našich projekcích vidíme čistý zisk mírně nad horní



hranici cíle ČEZu. Čistý zisk by měl dosáhnout 30,4 mld. CZK. Podobně jako u předcházejících dvou linek by čistý zisk měl ve sledovaném období lehce klesat (-3,6 % CAGR 2024-2028).

Připomínáme, že čistý zisk klesl podstatným způsobem v roce 2023 (34,8 mld. CZK, -55,6 % y/y). Za tím je jednoznačně začátek období, kdy se platí speciální daně (WFT). Ty se budou aplikovat ještě v tomto a příštím roce. Následně by čistý zisk měl opět vzrůst.

#### Odhady výsledků ČEZ (mld. Kč)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Dividendová politika

Výhled ČEZu na tento rok naznačuje dividendu až 45 CZK.

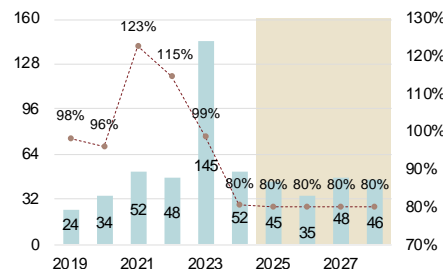
Platná **dividendová politika ČEZu je 60-80 % čistého zisku** upraveného o jednorázové položky. **Letos**, to znamená ze zisku roku 2023, **vyplatil ČEZ mezi své akcionáře dividendu ve výši 52 CZK**. Tato výplata znamená 80 % čistého zisku, tedy horní hranici politiky společnosti. Ale je to podstatný propad proti 145 CZK vyplaceným o rok dříve.

Důvody vysokého poklesu dividendy jsou z našeho pohledu dva. Ten hlavní je speciální daň z nadměrných zisků (WFT), kterou zavedla vláda na roky 2023, 2024 a 2025 (viz výše). A druhým je, že vláda respektive Ministerstvo financí, které za ČR vykonává akcionářská práva, tentokrát nepodalo protinávrh na výplatu celého čistého zisku, jako tomu bylo vloni. Znamenalo by to rozdělit mezi akcionáře 65 CZK na akcii. A byl to také náš odhad dividendy.

Jen připomínáme, že dividendy za roky 2021 a 2022 se skládala z podílu na čistém zisku a mimořádné výplaty vztahující se k divestici rumunských respektive bulharských aktiv.

Příští dva roky, tzn. v 2025 a 2026 (výplata ze zisku let 2024 a 2025), dividendy podstatně klesne. Důvodem je aplikace speciální daně z nadměrných zisků (WFT), která pro roky 2024 a 2025 platí. I když předpokládáme distribuci dividendy na horním konci výplatního poměru na úrovni 80 %. Příští rok (ze zisku 2024) by mělo dojít k výplatě 45 CZK na akcii a v roce 2026 (ze zisku 2025) by měla dividendy podle našeho modelu klesnout na 35 CZK. (Pokud by neplatila WFT vyskočila by výplata na 93 CZK a 74 CZK.) V optimistickém scénáři si umíme představit výplatu celého čistého zisku. V tom případě by byly dividendy 56 CZK a 44 CZK.

#### Očekávaná výplata dividendy na akcii (CZK)



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

Výplatní poměr očekáváme na 80 % čistého zisku.



Tím ale tříleté období (2023-2025), kdy se aplikovala speciální daň (WFT) končí. V roce 2027 (ze zisku 2026) vyskočí dividenda na 48 CZK na jednu akcii. A to při stále stejném dividendovém výplatním poměru ve výši 80 %. To by odpovídalo hrubému výnosu +5,2 %.

## Zadlužení

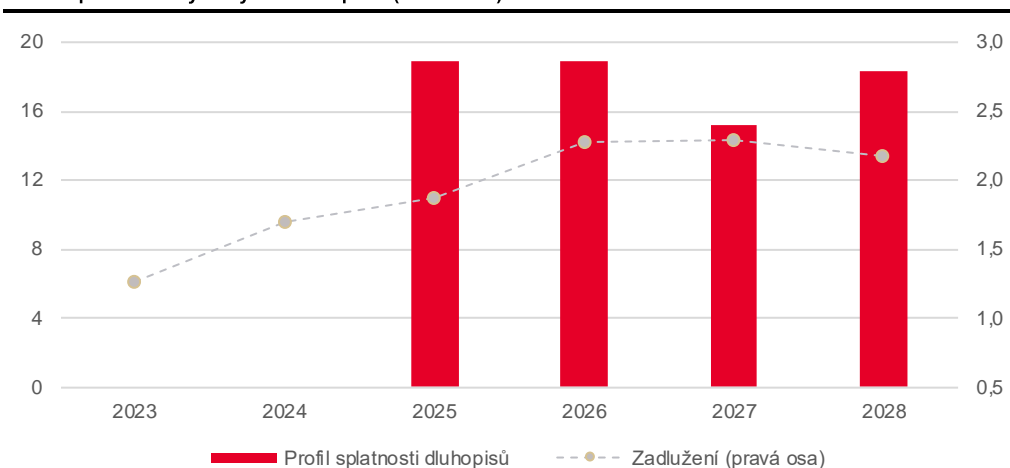
Zadlužení dále poroste.

Zadlužení podle násobku čistý dluh / EBITDA bylo za prvních devět měsíců na úrovni 1,5x z 0,8x. Důvodem je dokončení akvizice společnosti GasNet a výplata dividendy. Na konci roku čekáme zadlužení na 1,7x.

Podle projekce ČEZu bude zadlužení 1,5x – 2,0x v roce 2025 a 3,0x – 3,5x v roce 2030. Důvodem růstu zadlužení bude dekarbonizace teplárenství. Mělo by dojít k přechodu spalování uhlí na plyn. ČEZ také počítá s rychlým rozvojem obnovitelných zdrojů. Do roku 2030 by chtěl navýšit výkon obnovitelných zdrojů o 6 GW. V našich projekcích odhadujeme růst zadlužení na 2,3x v následujících letech.

Ve stávajícím roce nejsou splatné žádné emise dluhopisů (viz graf níže). Od roku 2025 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

ČEZ dokončil akvizici společnosti GasNet.

ČEZ oznámil 28. 8. 2024, že **dokončil akvizici 55,21% podílu ve skupině GasNet**. Je to největší provozovatel plynárenské distribuční soustavy v ČR. Obsluhuje asi 2,3 mil. zákazníků, spravuje 65 tis. km plynovodů a má asi 80% podíl na distribuci plynu v ČR. ČEZ GasNet koupil za 846,5 mil. EUR (asi 21 mld. CZK, equity value). Distribuce plynu, neboli činnost společnosti GasNet, je regulována Energetickým regulačním úřadem (ERÚ). Hospodaření by tedy mělo být víceméně stabilní a předvídatelné.

V roce 2023 byl objem distribuovaného plynu asi 59 TWh, což představuje pokles z 65 TWh v 2022. Tržby za 2023 klesly o zhruba 6 % y/y na 13,6 mld. CZK a EBITDA spadla dokonce o 19 % y/y na 6,6 mld. CZK. Za poklesem můžou být úspory kvůli vysokým cenám energií a příznivější, teplejší počasí.

## Restrukturalizace ČEZu v nedohlednu

O případné restrukturalizaci ČEZu se slehla zem.

Zhruba na jaře 2022 proběhla trhem první informace o možné restrukturalizaci ČEZu. Následně politici ještě několikrát tuto možnost zmínili. Nicméně od té doby se nic neděje. Alespoň to tak vypadá. Nejsou k dispozici vůbec žádné detaily. Neví se ani to, zda se na nějaké restrukturalizaci pracuje.

Restrukturalizací rozumíme rozdělení ČEZu, zjednodušeně na výrobní část, zejména jaderné elektrárny, a zbytek. Důvodem k restrukturalizaci by mělo být ovládnutí kritické energetické infrastruktury. A z našeho pohledu také dostavba jaderných elektráren.

Nedokážeme odhadnout, kdy nebo jestli vůbec k nějaké restrukturalizaci dojde. Pokud by ale opravdu k jakékoli restrukturalizaci ČEZu došlo, předpokládáme, že se stát bude muset vyrovnat s minoritními akcionáři. V tom případě bychom čekali podstatnou prémii k tržní ceně.

### Výstavba nového jaderného bloku

Vláda vybrala vítěze tendru na výstavbu nového jaderného bloku. Stala se jím jihokorejská společnost KHNP.

Nyní probíhá první přípravná fáze. Během ní by mělo dojít k podpisu smlouvy s dodavatelem. Odhaduje se, že by k tomu mohlo dojít na jaře 2025. Dále by měla zahrnovat např. územní rozhodnutí a posouzení vlivů na životní prostředí (EIA). Tuto přípravnou fázi bude financovat skupina ČEZ. Měla by stát kolem 0,2 mld. EUR.

Další fáze, předběžné práce, výstavbu a uvedení do provozu a zkušební provoz, se budou financovat z návratné finanční pomoci od státu. Během výstavby bude úrok 0 %. A pak během provozu to budou náklady na státní dluh plus 1 % (minimálně 2 %) ročně. A to po dobu 30 let od zahájení provozu.

Elektřinu vyrobenou novým blokem bude vykupovat stát. ČEZ nadále jedná se státem o dohodě o garantovaných výkupních cenách z tohoto bloku. Měly by pokrýt náklady plus přiměřenou prémii.

Skupina ČEZ nenese žádné riziko dodatečných nákladů.

Potenciální nové jaderné bloky bude financovat stát.

## Ocenění

### Sektorové srovnání

Multiplikátory ČEZu jsou ve srovnání s konkurenty smíšené.

V tabulce níže jsou podobné společnosti ze stejného sektoru. Jedná se o srovnatelné firmy působící v západní a střední Evropě. Z tabulky je vidět, že ČEZ se obchoduje smíšeně. Zatímco třeba u násobků P/E se obchoduje s premií, u EV/EBITDA naopak se slevou vůči vybraným společnostem. K tomu nabízí slušný dividendový výnos.

#### Sektorové srovnání

	P/E akt.	P/E 2024	P/E 2025	P/S akt.	P/S 2024	P/S 2025	EV/ Sales 2025	EV/ EBITDA akt.	EV/ EBITDA 2024	EV/ EBITDA 2025	Div. výnos akt.
ČEZ (odhad KB)	14,3	16,4	20,2	1,5	1,5	1,6	2,3	5,3	5,5	6,0	4,9
ČEZ (konsensus)	21,0	14,9	17,0	1,5	n/a	1,9	2,2	5,4	5,6	6,2	4,4
EDP SA	11,9	11,1	12,2	1,0	n/a	2,3	2,4	8,2	8,2	8,3	5,4
E.ON SE	16,9	10,5	10,6	0,4	n/a	0,8	0,8	8,8	7,6	7,4	4,5
Uniper SE	n/a	13,0	24,5	0,2	n/a	0,2	0,2	n/a	5,4	8,3	n/a
Endesa SA	19,2	11,8	11,1	1,0	n/a	1,2	1,2	7,2	6,0	5,9	6,5
Enel SpA	12,4	10,0	10,0	0,9	n/a	1,6	1,5	6,7	6,5	6,5	7,1
Engie SA	n/a	7,0	8,6	0,5	n/a	0,9	0,9	6,1	4,7	5,1	9,3
EVN AG	7,6	9,9	10,3	1,3	n/a	1,7	1,8	7,8	7,5	7,0	n/a
Fortum Oyj	10,3	12,4	14,4	2,0	2,2	2,3	2,5	7,9	8,1	9,3	8,2
Iberdrola SA	15,5	15,3	15,2	1,9	n/a	3,3	3,2	9,9	10,0	9,9	4,9
RWE AG	n/a	11,0	15,0	1,0	n/a	1,4	1,4	10,8	6,4	7,0	1,0
Verbund AG	15,7	14,9	17,0	4,0	n/a	4,0	4,3	10,0	9,0	9,8	3,5
<b>MEDIÁN západní Evropa</b>	<b>15,5</b>	<b>11,4</b>	<b>12,8</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>7,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>5,7</b>
PGE Polska Grupa Energetyczna	n/a	4,3	4,4	0,2	n/a	0,4	0,4	2,7	2,6	2,6	0,0
Energa SA	n/a	n/a	n/a	0,2	n/a	n/a	n/a	7,5	n/a	n/a	n/a
Enea SA	3,5	1,5	3,1	0,1	n/a	0,3	0,3	2,1	1,6	2,4	n/a
Tauron Polska Energia SA	n/a	n/a	3,1	0,2	n/a	0,6	0,6	5,6	3,6	3,5	n/a
<b>MEDIÁN střední Evropa</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,2</b>	<b>n/a</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>4,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>0,0</b>
<b>SEKTOROVÝ MEDIÁN</b>	<b>12,4</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>	<b>0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>5,2</b>
ČEZ vs. sektor (konsensus)	69%	35%	56%	71%	n/a	50%	67%	-29%	-14%	-12%	-14%
ČEZ vs. sektor (odhad KB)	15%	48%	86%	71%	-33%	23%	77%	-31%	-15%	-15%	-5%
ČEZ vs. západní Evropa (odhad KB)	-8%	43%	58%	49%	-33%	9%	57%	-34%	-22%	-17%	-14%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Cílová cena

Cílovou cenu pro ČEZ jsme stanovili pomocí DCF modelu na úrovni 923 CZK na akcii.

**K určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti ČEZ jsme použili model diskontovaného volného cash flow (DCF) do roku 2028.** Hlavní parametry a výstupy ukazuje tabulka na další straně. Volný cash flow je diskontován pomocí vážených nákladů na kapitál (WACC) v rozmezí 6,5-7,0 % pro sledované období. Dlouhodobý růst předpokládáme na úrovni 2 %. Na základě DCF modelu **stanovujeme naši cílovou cenu odpovídající fair value na 923 CZK na akcii.** Naše cílová cena nabízí celkový výnos +6,7 % to odpovídá doporučení Držet.

## Ocenění akcií ČEZ

	2024	2025	2026	2027	2028	LT
<b>Kalkulace požadované úrokové míry</b>						
bezriziková úroková míra	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
beta	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87
akciová riziková přírážka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
riziková přírážka země	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
náklady vlastního kapitálu	9,8%	10,0%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%
váhu dluhu	47,7%	47,7%	46,6%	46,0%	44,0%	44,0%
náklady dluhu (po dani)	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>WACC</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>
<b>Model diskontovaných cash flow (mld. CZK)</b>						
EBITDA	131,9	120,0	99,5	99,0	97,7	
Amortizace jaderného paliva	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	
Zaplacená daň	-48,7	-39,3	-8,7	-8,3	-7,7	
Změna pracovního kapitálu a rezerv	-0,2	2,7	-13,9	0,9	15,3	
Kapitálové investice	-68,0	-55,0	-57,0	-59,0	-61,0	
<b>FCFF</b>	<b>18,7</b>	<b>32,1</b>	<b>23,7</b>	<b>36,3</b>	<b>48,2</b>	
price / free cash flow	26,5	15,5	21,0	13,7	10,3	
Současná hodnota of FCFF	17,5	28,1	19,4	28,0	34,8	
Současná hodnota FCFF do roku 2028	127,7					
Současná hodnota FCFF po roce 2028	758,1					
Čistý dluh	224,8					
Rezervy (jádro, doly, skládky)	171,1					
Finanční investice	4,2					
Investice v joint ventures	3,8					
Podíl minorit	1,5					
Odhad hodnoty vlastního kapitálu	496,4					
Fair value (CZK na akcii)	923					
<b>Cílová cena (CZK na akcii)</b>	<b>923</b>					

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

## Citlivost cílové ceny na změnu parametrů

WACC						Dlouhodobý růst cen elektřiny							
Dlouhodobý růst	-100 bb	-50 bb	6,7 % / 6,7 % *	+50 bb	+100 bb	Fwd ceny	0%	1%	2%	3%	4%		
	1,0%	678	672	666	660		654	-20%	1 014	831	687	571	475
	1,5%	797	790	783	777		770	-10%	1 160	961	805	679	575
	2,0%	938	930	923	916		909	0%	1 306	1 091	923	787	675
	2,5%	1 120	1 112	1 104	1 096		1 088	10%	1 452	1 222	1 041	895	774
	3,0%	1 347	1 338	1 329	1 320		1 311	20%	1 598	1 352	1 159	1 003	874

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

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Hlavní rizika

- **Politické riziko** – Pro roky 2023-2025 zavedla vláda speciální daň z neočekávaných zisků. Jako riziko vnímáme její prodloužení, nebo zavedení dalších speciálních nebo např. sektorových daní.
- **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.
- **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, mělo 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	2023	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
<b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT</b>										
Tržby	206 192	213 737	227 793	288 485	340 585	328 216	309 786	294 241	288 547	288 842
Materiálové náklady	-118 395	-120 320	-127 285	-162 010	-180 660	-159 008	-153 028	-151 449	-145 110	-145 291
Mzdové náklady	-28 820	-30 855	-30 591	-33 915	-37 783	-42 675	-43 956	-45 274	-46 632	-48 031
Ostatní náklady	-6 282	-3 753	-1 924	-1 890	-12 498	-519	1 279	-2 979	-2 837	-2 844
EBITDA	60 175	64 783	63 240	131 568	124 839	131 898	119 967	99 539	98 968	97 675
Odpisy	-33 876	-52 346	-47 427	-29 893	-40 636	-41 952	-44 806	-45 805	-46 902	-48 088
Provozní zisk	26 429	12 585	16 098	101 927	84 512	89 946	75 161	53 734	52 066	49 587
Úrokové výnosy	403	377	431	3 804	6 279	2 651	2 391	2 761	3 252	3 496
Úrokové náklady	-5 473	-5 269	-4 206	-5 013	-6 299	-6 288	-7 611	-8 067	-8 368	-8 668
Ostatní finanční výnosy	-1 893	-1 955	-2 014	-2 861	-7 289	-8 251	-7 695	-8 103	-8 511	-8 919
Ostatní finanční náklady	-1 055	2 168	3 117	1 766	1 813	-388	1 094	1 094	1 094	1 094
Zisk před zdaněním	18 411	7 906	13 426	99 623	79 016	77 670	63 340	41 419	39 533	36 589
Daň z příjmu	-3 911	-2 438	-3 517	-18 918	-49 442	-48 653	-39 271	-8 698	-8 302	-7 684
Čistý zisk	14 500	5 468	9 909	80 705	29 574	29 017	24 069	32 721	31 231	28 906
Odpisy majetku	-4 400	-17 332	-12 391	2 305	-5 226	-1 366	0	0	0	0
Očištěný čistý zisk	18 900	22 800	22 300	78 400	34 800	30 383	24 069	32 721	31 231	28 906
<b>ROZVAHA</b>										
Základní kapitál	50 914	50 954	52 376	52 465	52 465	52 465	52 465	52 465	52 465	52 465
Nerozdělený zisk	199 847	182 917	108 722	206 421	191 587	192 629	192 488	206 379	211 787	215 945
Vlastní kapitál	250 761	233 871	161 098	258 886	244 052	245 094	244 953	258 844	264 252	268 410
Dlouhodobý dluh	142 570	122 102	95 925	140 234	131 042	196 563	216 563	226 563	236 563	246 563
Ostatní dlouhodobé závazky	31	34	32	31	31	31	31	31	31	31
Investovaný kapitál	393 362	356 007	257 055	399 151	375 125	441 688	461 547	485 438	500 846	515 004
Dlouhodobá aktiva	428 088	410 372	403 092	435 119	452 132	499 101	509 513	519 662	532 618	545 378
Nehmotná dlouhodobá aktiva	37 429	24 244	23 854	24 423	27 801	33 384	34 391	35 397	36 404	37 411
Finanční investice	113 332	138 768	533 820	320 528	171 059	149 823	145 336	157 767	156 468	157 143
Hotovost a krátkodobé cenné papíry	9 755	6 064	26 640	36 609	10 892	9 245	28 714	35 944	46 620	70 722
Zásoby	37 682	48 951	33 480	55 009	53 931	54 056	54 193	54 342	54 502	54 674
Pohledávky	67 218	65 140	148 521	218 674	87 081	83 252	78 708	74 875	73 471	73 543
Ostatní aktiva	11 070	8 919	13 674	17 018	22 869	23 555	24 262	24 990	25 739	26 511
Krátkodobý dluh	29 323	29 725	41 965	61 912	37 868	37 489	37 114	36 743	36 376	36 012
Obchodní závazky	66 872	73 744	88 176	101 238	62 137	47 229	44 704	42 575	41 795	49 749
Rezervy	110 138	124 709	130 034	159 862	209 328	194 727	203 928	213 134	222 344	231 558
Ostatní závazky	104 879	118 273	665 851	385 217	141 307	131 284	127 821	125 086	124 462	133 062
Investovaný kapitál	393 362	356 007	257 055	399 151	375 125	441 688	461 547	485 438	500 846	515 004
Celková aktiva	704 574	702 458	1 183 081	1 107 380	825 765	852 417	875 115	902 976	925 822	965 384
<b>CASH FLOW</b>										
Zisk před zdaněním	18 411	7 906	13 426	99 623	79 016	77 670	63 340	41 419	39 533	36 589
Odpisy	29 016	28 284	31 628	32 757	35 336	40 112	44 806	45 805	46 902	48 088
Amortizace jaderného paliva	4 096	4 197	4 110	3 907	3 655	3 692	3 728	3 766	3 803	3 841
Ostatní nepeněžní operace	21 409	19 596	-14 732	98 839	35 952	6 132	4 407	4 497	4 310	4 370
Změna pracovního kapitálu	-20 990	21 206	32 312	-224 255	43 741	-501	2 388	-14 240	544	15 026
Placené daně	-4 136	-3 748	-3 550	-5 409	-60 313	-48 653	-39 271	-8 698	-8 302	-7 684
Čisté placené úroky	-5 023	-5 307	-4 051	-397	147	-3 637	-5 220	-5 306	-5 116	-5 173
Přijaté dividendy	148	23	13	27	33	33	33	33	33	33
Provozní cash flow	42 931	72 157	59 156	5 092	137 567	74 848	74 212	67 275	81 707	95 091
Cash flow z investiční aktivity	-32 363	-33 723	-7 118	-36 712	-46 055	-68 000	-55 000	-57 000	-59 000	-61 000
Placené dividendy	-12 861	-18 139	-27 963	-25 649	-77 408	-27 975	-24 210	-18 830	-25 824	-24 748
Cashflow s finanční aktivity	-8 091	-42 125	-31 462	41 589	-117 229	-8 495	257	-3 044	-12 031	-9 989
Změna v hotovosti	2 477	-3 691	20 576	9 969	-25 717	-1 647	19 468	7 231	10 676	24 102

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Finanční údaje ČEZ

	2019	2020	2021	2022	2023	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
<b>POMĚRY (%)</b>										
EBITDA marže	29,2	30,3	27,8	45,6	36,7	40,2	38,7	33,8	34,3	33,8
Provozní marže	12,8	5,9	7,1	35,3	24,8	27,4	24,3	18,3	18,0	17,2
Hrubá marže	8,9	3,7	5,9	34,5	23,2	23,7	20,4	14,1	13,7	12,7
Čistá marže (upr.)	9,2	10,7	9,8	27,2	10,2	9,3	7,8	11,1	10,8	10,0
Úrokové krytí (x)	3,6	2,6	4,3	84,3	42,3	24,7	14,4	10,1	10,2	9,6
Čistý zisk / vlastní kapitál (x)	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
Čistý dluh / EBITDA (x)	2,7	2,3	1,8	1,3	1,3	1,7	1,9	2,3	2,3	2,2
ROE	7,8	9,4	11,3	37,3	13,8	12,4	9,8	13,0	11,9	10,9
ROA	2,7	3,2	2,4	6,8	3,6	3,6	2,8	3,7	3,4	3,1
ROCE	4,9	6,1	7,3	23,9	9,0	7,4	5,3	6,9	6,3	5,7
Dividendový výplatní poměr	98,6	96,8	122,7	115,8	99,5	80,4	79,7	78,2	78,9	79,2
<b>ÚDAJE NA AKCII (CZK)</b>										
Čistý zisk (upr.)	35,3	42,6	41,6	145,7	64,7	56,5	44,7	60,8	58,1	53,7
Vlastní kapitál	468,7	437,2	300,7	482,2	453,6	455,6	455,3	481,1	491,2	498,9
Volný cash flow	18,0	103,8	128,3	-222,3	134,5	34,8	59,7	44,0	67,5	89,6
Hrubá dividendy	24,0	34,0	52,0	48,0	145,0	52,0	45,0	35,0	48,0	46,0
<b>TRŽNÍ OCENĚNÍ</b>										
P/E (x)	14,4	12,1	19,9	6,4	14,3	16,3	20,6	15,2	15,9	17,2
Price/Operating cash flow (x)	5,2	3,4	6,6	45,8	2,5	3,9	4,2	6,1	5,2	4,6
Price/free cash flow (x)	28,3	5,0	6,4	-4,2	6,9	26,5	15,5	21,0	13,7	10,3
Price/book value (x)	1,1	1,2	2,8	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8
Price/sales (x)	1,3	1,3	1,9	1,7	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7
Dividendový výnos (%)	4,7	6,6	6,3	5,2	15,7	5,6	4,9	3,8	5,2	5,0
EV/revenues (x)	2,1	2,0	2,4	2,3	1,9	2,2	2,3	2,5	2,5	2,5
EV/EBITDA (x)	7,3	6,6	8,8	5,1	5,3	5,5	6,0	7,3	7,3	7,3
EV/IC (x)	1,1	1,2	2,2	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4

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 případech, 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 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. 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>

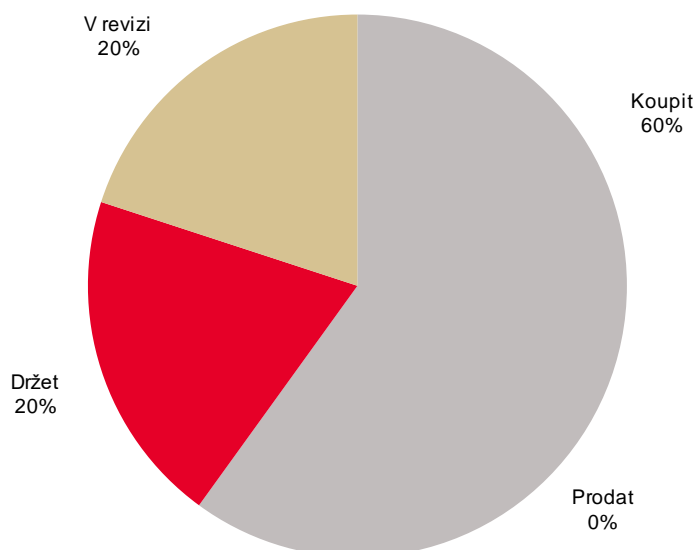
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 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 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	držet	koupit	koupit	v revizi	koupit	konec	konec
Cílová cena	923 CZK	921 CZK	402 CZK	v revizi	17 041 CZK	pokryvání	pokryvání
Datum	15.11.2024	09.02.2024	03.09.2024	25.07.2024	21.03.2024	07.09.2022	25.02.2022
Cena v den publikace	907 CZK	574 CZK	299 CZK	111,4 CZK	15 400 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	držet	koupit	koupit
Cílová cena	1 034 CZK	652 CZK	313 CZK	102,8 CZK	18 349 CZK	600 GBp	362 CZK
Datum	07.09.2023	16.12.2022	29.05.2023	19.10.2023	03.03.2023	11.02.2021	26.03.2021
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	1 393 CZK	645 CZK	381 CZK	104,6 CZK	18 183 CZK	466 GBp	293 CZK
Datum	07.06.2022	17.01.2022	12.05.2022	05.09.2022	11.02.2022	30.08.2019	08.01.2020
Doporučení	v revizi	v revizi	v revizi	koupit	koupit	v revizi	koupit
Cílová cena	v revizi	v revizi	v revizi	109,7 CZK	16 512 CZK	v revizi	298 CZK
Datum	10.05.2022	31.03.2021	15.02.2022	31.08.2021	20.11.2020	14.08.2019	12.12.2018
Doporučení	koupit	koupit	koupit	v revizi	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	905 CZK	357 CZK	367 CZK	v revizi	18 308 CZK	342 GBp	270 CZK
Datum	10.12.2021	27.11.2020	12.01.2021	07.05.2021	03.12.2018	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