Energetika | Aktualizace | Česká republika

ČEZ

Klesající ceny elektřiny tlačí na hospodaření

Prodat

Cena 23.02.26	**1 169 CZK**
12m cíl	**1 079 CZK**
Pot. růst ceny	**-7,7 %**
Dividenda	**41 CZK**
Celkový výnos	**-4,2 %**

Sektorové doporučení
Zvýšit váhu

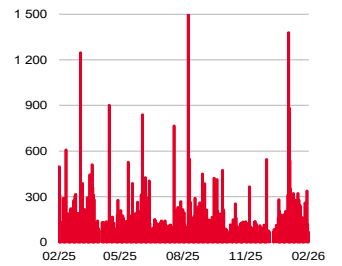
Typ investice
Expozice vůči cenám komodit
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC CEZsp.PR	Bloom CEZ CP		
52týdenní rozmezí	1000 - 1373		
Tržní kap. (mld. CZK)	628,9		
Tržní kap. (mld. EUR)	26		
Volně obchod. (%)	30,00		
Výkon (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Akcie	-2,7	-9,0	15,2
Relativně k PX	-2,5	-18,5	-15,6

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

https://bit.ly/CEZ_analysis_202411
https://bit.ly/CEZ_exDVD25
https://bit.ly/CEZ_3Q25

Investiční doporučení: Pro akcie společnosti ČEZ vydáváme **doporučení Prodat** s novou **cílovou cenu ve výši 1 079 CZK** (předchozí doporučení bylo Držet s cílovou cenou 923 CZK z 15. 11. 2024).

Pro ČEZ jsou zásadní čtyři segmenty. 1/ Výroba, která tvoří 57 % (9M25) zisku EBITDA. Zde jsou zásadní jaderné elektrárny. 2/ Dále pak Distribuce (27 %), která zahrnuje plně regulovaný byznys. 3/ Následuje Prodej (10 %), pod který spadají služby ESCO. 4/ Nejmenším je pak segment Těžba (6 %). Ten bude postupně klesat tak, jak bude docházek k útlumu výroby v uhelných zdrojích.

Podle programového prohlášení vlády, která byla jmenována v prosinci 2025, by mělo dojít k zestátnění výrobního segmentu ČEZu. Není sice jasné jakým způsobem, ale v tomto roce by k žádným krokům dojít nemělo. Ty se podle ministra průmyslu dají čekat v horizontu 18-24 měsíců. Není jasné, jestli dojde k vykoupení minorit nebo rozdělení a následnému vytěsnění minoritních podílů. Nyní vláda kontroluje v ČEZu téměř 70 %.

Dividendová politika: ČEZ obvykle vyplácí 60–80 % čistého zisku mezi své akcionáře. Pro roky 2023-2025 platila speciální daň z neočekávaných zisků (WFT). Takže ještě výplata dividendy za rok 2025, ke které dojde asi v srpnu tohoto roku, bude touto daní ovlivněna. Za rok 2025 odhadujeme dividendu 41 CZK (hrubý výnos 3,5 %) při 80% výplatě. Hospodaření v tomto roce již zatíženo WFT nebude, takže dividenda, která bude vyplacena příští rok, vzroste. Podle našich odhadů na 55 CZK (při 80% výplatě). Do hry, např. vzhledem ke hlubokému schodku státního rozpočtu, se opět z našeho pohledu vrátí 100% dividenda. V optimistickém scénáři by se zvýšila na 69 CZK a hrubý výnos dosáhl 5,9 %.

K ocenění akcií ČEZu používáme model diskontovaných peněžních toků (DCF). **Fair Value akcie jsme stanovili na 1 079 CZK**. To ve srovnání se současnou tržní cenou odpovídá poklesu o 7,7 %. Včetně dividendy je to pokles 4,2 %. Na základě naší aktualizované ceny se ČEZ obchoduje za 15,4x P/E a 7,6x EV/EBITDA. Poměry v sektoru srovnatelných společností se nacházejí na 15,6x, respektive 8,8x. ČEZ se tedy obchoduje se slevou ve srovnání s mediánem západoevropských utilit. ČEZ ale nabízí slušný dividendový výnos ve výši 3,5 %, jeden z nejvyšších v sektoru.

Hlavní rizika: Jedná se o rizika spojená výrobou elektřiny. Jsou jimi disponibilita zejména jaderných zdrojů a cena energetických komodit (např. elektřiny, emisní povolenky). V případě ČEZu vnímáme také politické riziko. **Může se jednat o speciální daně nebo další regulace.**

Finanční data	2024	e2025	e2026	e2027
Výnosy (mld. CZK)	344,7	331,9	302,4	292,6
EBITDA marže	39,9	41,3	37,2	37,1
Čistý zisk (mld. CZK)	31,8	27,7	37,6	37,4
Zisk na akcii (CZK)	59,1	51,5	69,8	69,6
Dividenda na akcii (CZK)	52,0	47,0	41,0	55,0
Úrokové krytí (x)	30,7	20,2	12,6	13,3
Výplatní poměr (%)	80,6	79,5	79,6	78,8
Čistý dluh/EBITDA (x)	1,5	1,9	2,3	2,6

Poměrové ukazatele	2024	e2025	e2026	e2027
P/E (x)	16,2	21,0	15,5	15,5
Price/free cash flow	7,4	16,4	21,4	36,4
Dividendový výnos (%)	5,4	4,4	3,8	5,1
Price/book value (x)	2,2	2,4	2,3	2,2
P/S (x)	1,5	1,7	1,9	2,0
EV/S (x)	2,1	2,6	2,8	3,0
EV/EBITDA (x)	5,3	6,2	7,6	8,0
EV/IC (x)	1,6	1,8	1,7	1,6

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávané události: Výsledky za 4Q25/2025 budou zveřejněny 12. března 2026.

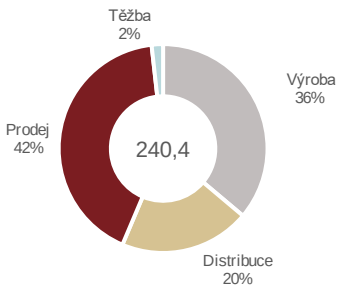

Bohumil Trampota
Akciový analytik
bohumil_trampota@kb.cz
(420) 222 008 560

SOCIETE GENERALE GROUP

Základní přehled o společnosti

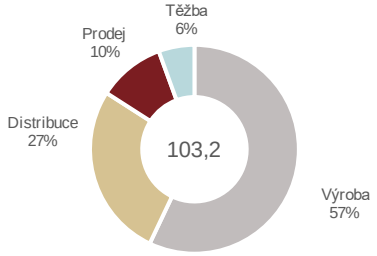
Silné stránky	Slabé stránky
▪ Silné postavení společnosti v rámci celé Evropy ▪ Vertikální integrace při celém procesu výroby elektřiny až po její distribuci ▪ Široké portfolio výrobních zdrojů ▪ Prudký rozvoj v poskytování služeb v oblasti energetických úspor a chytrých řešení (ESCO služby) ▪ Nízká emisní intenzita	▪ Vliv státu a politických rozhodnutí na hospodaření společnosti ▪ Méně efektivní provoz některých uhelných elektráren ▪ Přísná státní regulace výrobního i distribučního procesu ▪ Vzhledem ke geopolitickému napětí nejistota dodávek plynu na výrobu elektřiny
Příležitosti	**Hrozby**
▪ Dividendová politika s výhledem maximální výplaty ▪ Dotace z Modernizačního fondu na investice do OZE ▪ Vysoké ceny emisních povolenek s pozitivním dopadem na ziskovost firmy díky očekávanému poklesu jejich potřeby ▪ Zavírání jaderných a uhelných elektráren v západní Evropě ▪ Očekávané zrušení speciální daně z neočekávaných zisků	▪ Výstavba nového jaderného bloku bez státních garancí ▪ Nižší podpora výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů ▪ Vyšší potřeba emisních povolenek v případě výpadku výroby z bezemisních, zejména jaderných elektráren ▪ Speciální daně: strop na tržby dle jednotlivých výrobních zdrojů, daň z neočekávaných zisků, sektorová daň

Tržby podle segmentů (9M25, mld. CZK)



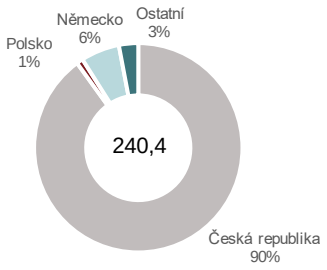
Zdroj: ČEZ

EBITDA podle segmentů (9M25, mld. CZK)



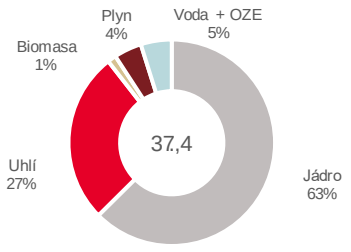
Zdroj: ČEZ

Tržby podle regionů (9M25, mld. CZK)



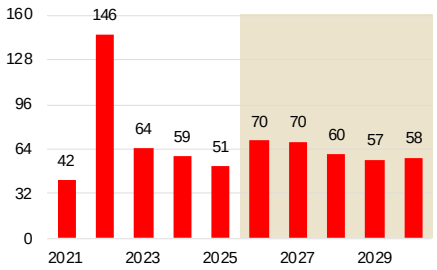
Zdroj: ČEZ

Výroba elektřiny podle paliva (9M25, TWh)



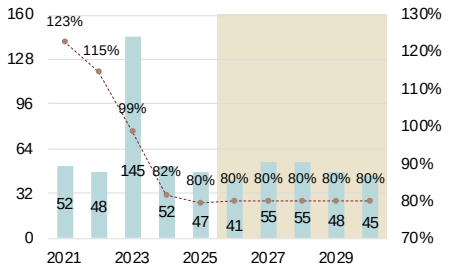
Zdroj: ČEZ

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

Cena silové elektřiny v posledních letech klesá. Nyní se kontrakty na příští rok obchodují na úrovni 85 EUR/MWh. Na této hladině se nachází již zhruba dva roky, volatilita se podstatně snížila. Znamená to viditelný pokles ve srovnání s krizovými lety 2022/2023, kdy se cena elektřiny obchodovala za stovky EUR/MWh. Tehdy byla ovlivněna nejistotou týkající se dostupnosti energetických surovin, zejména plynu.

Futures kontrakty, respektive jejich cena pro další roky dále klesá. Ze současných 85 EUR/MWh na asi 73 EUR/MWh v roce 2030.

Plyn

Cena plynu podobně jako elektřiny podstatně klesla.

Plyn s emisní povolenkou jsou faktory ovlivňující cenu elektřiny. Nejistota dodávek na začátku zimní sezóny v situaci prázdných zásobníků vyhnaly cenu plynu v krizových letech 2022/23 do rekordních výšek. Nicméně cena plynu již klesla na hladinu kolem 30 EUR/MWh, kde se obchoduje v posledním období.

Emisní povolenky

Ceny povolenek pravděpodobně v dalších letech porostou.

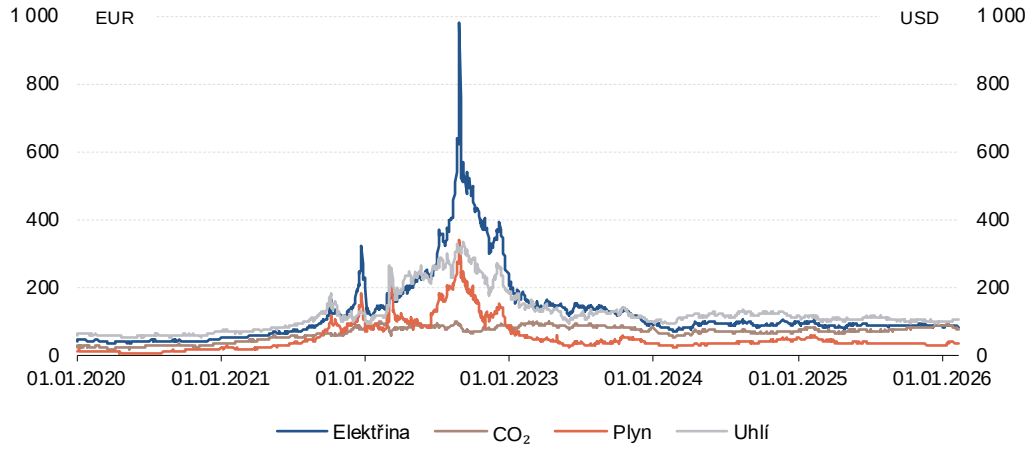
Průměrná cena emisní povolenky se v loňském roce (2025) obchodovala za 74 EUR/t. O rok dříve (2024) to bylo za průměrných 65 EUR/t, když cena padala až k úrovni 50 EUR. Podobně jako u předchozích dvou komodit se jedná o podstatný pokles ve srovnání s předchozími roky, kdy se cena dostala až téměř k 100 EUR hranici. Nyní se obchoduje za ceny kolem 85 EUR/t. Kontrakty na další roky naznačují její růst k 100 EUR/t.

Uhlí

Cena energetického uhlí klesá.

Cena energetického uhlí v minulém roce klesla o 15,45 %. Prakticky klesá z maxim, které dosáhlo podobně jako ostatní zmíněné komodity v roce 2022. ČEZ jako palivo ve svých hnědouhelných elektrárnách používá palivo ze společnosti Severočeské doly, které ze 100 % vlastní.

Cena elektřiny (€/MWh), plynu (€/MWh), povolenky (€/t) a uhlí ($/t)



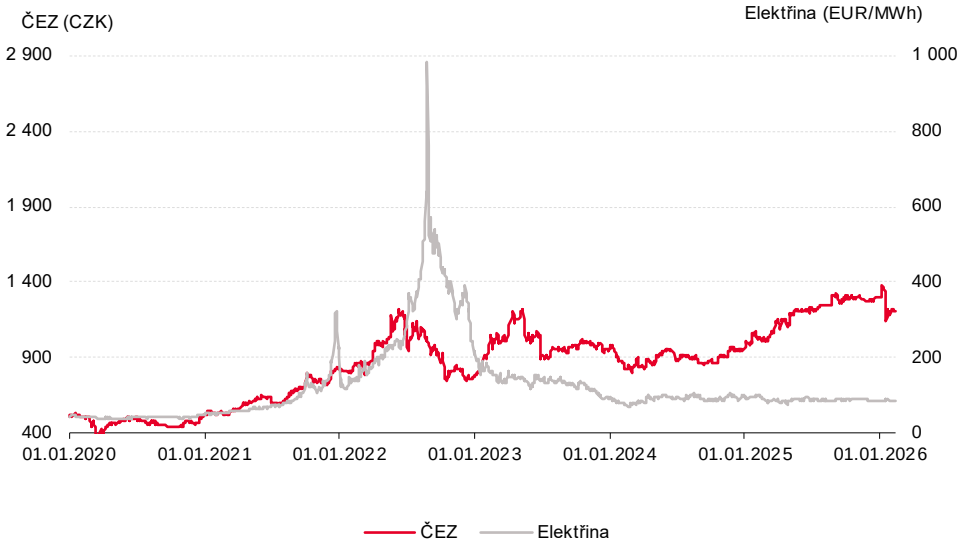
Zdroj: Bloomberg

Korekce ceny akcií na začátku roku.

Cena akcií ČEZ měla v minulých letech zhruba stejnou dynamiku jako vývoj ceny elektřiny. Kurzy se od sebe oddělily kvůli geopolitické situaci, která ovlivnila ceny komodit. Dalším důvodem může být zavedení speciálních daní. Navíc minulém roce vzrostla cena ČEZu o +35,32 %. Za tím může být spekulace na zestátnění společnosti a s tím spojenou očekávanou prémii k tržní ceně. Na začátku tohoto roku cena akcie naopak klesla a ČEZ část svých podzimních zisků

odevzdal. To mohlo souviset se spekulacemi nebo nejistotou jak by mohlo probíhat případné vytěsnění minorit.

Vývoj akcií ČEZ vs. ceny elektřiny v Německu



Zdroj: Bloomberg

Hospodaření společnosti

Výsledky za 3Q25 / 9M25

Čistý zisk lepší, EBITDA zaostala.

ČEZ oznámil za 3Q25 růst čistého zisku o +56 % y/y na 5,5 mld. CZK. To překonalo tržní konsensus o +10 %. Ale bylo to ovlivněno podstatným poklesem efektivní daňové sazby. EBITDA 29,3 mld. CZK (-5,7 % y/y) za odhady o 7 % zaostala. ČEZ zopakoval celoroční projekci na zisk EBITDA a zároveň upravil/snížil horní hranici původního očekávání pro čistý zisk.

Celkové výnosy za 3Q25 jsou 72,9 mld. CZK (-11,6 % y/y). EBITDA dosáhla za třetí kvartál 29,3 mld. CZK, což odpovídá meziročnímu snížení o 5,7 %. Za poklesem jsou v segmentu Výroba (-19 % /y) nižší realizační ceny elektřiny (124 EUR/MWh z 135 EUR/MWh), pokles produkce v emisních zdrojích, horší výkon vodních a plynových elektráren. To aspoň částečně kompenzovala vyšší výroba (+3,4 % y/y) jaderných elektráren. Ve srovnání s loňským rokem došlo k absenci zisků z tradingu (loni +0,8 mld. CZK). ČEZ zároveň snížil očekávání výroby v uhelných zdrojích za celý letošní rok. Sektor Distribuce meziročně vzrostl o +46 %, a to zejména vzhledem ke konsolidaci společnosti GasNet, která je součástí skupiny od 1. 9. 2024. V segmentu Prodej (+15 % y/y) významně vzrostl výkon ESCO společností (+148 % y/y), což kompenzovalo jednorázovou položku (1,3 mld. CZK v 3Q24), která se v loňském roce neopakovala. Těžba klesla podobně jako výroba o 28 % y/y. EBITDA marže vzrostla o 2,5 pb na 40,2 %. Čistý zisk upravený o mimořádné položky v 3Q25 podstatně vzrostl o +56 % na 5,5 mld. CZK. Rozdíl ve srovnání s 3Q24 je v efektivní daňové sazbě. Loni dosáhla 56,4 % zatímco v 3Q24 byla 88 %. ČEZ také zaúčtoval ztrátu z hospodaření Rolls-Royce SMR (-0,4 mld. CZK). Tato položka se bude s největší pravděpodobností ve výsledcích v následujících obdobích opakovat.

Zadlužení (čistý dluh / EBITDA) po výplatě dividendy lehce vzrostlo na 1,5x ve srovnání s 1,3x v 1H25 a 1,5x na konci 2024.

Projekce 2025: ČEZ zopakoval svou projekci na zisk EBITDA, která by měla za rok 2025 být v rozmezí 132-137 mld. CZK. Vedení ČEZu zúžilo v tomto případě snížilo horní hranici intervalu očekávání na čistý zisk, který by měl dosáhnout 26-28 mld. CZK. Předchozí odhad byl 26-30 mld. CZK. To při 80% výplatě naznačuje dividendu téměř 42 CZK.

Výsledky hospodaření ČEZu 3Q25 / 9M25

mld. CZK	3Q24	3Q25	y/y	KB	vs KB	kons.	vs kons.	9M24	9M25	y/y
Tržby	82,4	72,9	-12 %	80,6	-9,6 %	76,9	-5,3 %	244,1	240,4	-1,5 %
EBITDA	31,1	29,3	-5,7 %	32,0	-8,6 %	31,5	-7,1 %	100,2	103,2	2,9 %
marže	*37,5 %*	*40,2 %*	*2,5 pb*	*39,7 %*	*0,5 pb*	*41,0 %*	*-0,8 pb*	*41,1 %*	*42,9 %*	*1,9 pb*
Provozní zisk	19,1	15,2	-20 %	17,1	-11 %	17,5	-13 %	70,4	60,7	-14 %
Čistý zisk	2,0	5,1	155 %	5,6	5,6 %			23,0	21,5	-6,5 %
Upravený čistý zisk	3,5	5,5	56 %	5,8	5,8 %	5,0	10 %	24,6	22,2	-9,7 %

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; konsensus ČEZ mezi 11 analytiky včetně KB

Odhady výsledků za 4Q25 / FY25

Očekáváme, že ČEZ dosáhne za rok 2025 na své celoroční projekce.

Za samotné čtvrté čtvrtletí minulého roku odhadujeme zisk EBITDA na 33,9 mld. CZK. To odpovídá meziročnímu poklesu o 8,8 %. Jedním z důvodů je snížení realizovaných cen elektřiny na 124 EUR/MWh z 135 EUR/MWh. Čistý zisk by podle našich odhadů měl dosáhnout výše 5,5 mld. CZK (-19 % y/y).

Na celoroční bázi čekáme, že EBITDA dosáhne 137,1 mld. CZK (-0,3 % y/y), což by byla prakticky stejná hodnota jako v předcházejícím roce (2024). Upravený čistý zisk by pak meziročně klesl o 12,9 % na 27,7 mld. CZK.

Ve srovnání s celoročními cíli ČEZ zřejmě překonal horní hranici výhledu EBITDA na 132-137 mld. CZK. U čistého zisku se horní hranici očekávání 26-28 mld. CZK podle nás přiblížil.

Čistý zisk ve výši 27,7 mld. CZK odpovídá při 80% výplatě dividendě na akcii ve výši 41 CZK. Ve rovnání s tržní cenou nabízí pak hrubý výnos +3,5 %.

Výsledky ČEZu za 4Q25 / 2025

mld. Kč	4Q24	e4Q25 (KB)	y/y	2024	e2025 (KB)	y/y
Tržby	100,6	91,5	-9,0 %	344,7	331,9	-3,7 %
EBITDA	37,2	33,9	-8,8 %	137,5	137,1	-0,3 %
marže	37,0 %	37,1 %	0,1 pb	39,9 %	41,3 %	*1,4 pb*
Provozní zisk	23,0	19,7	-14 %	93,4	80,4	-14 %
Upravený čistý zisk	6,8	5,5	-19 %	31,8	27,7	-13 %

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Speciální daně

Speciální daň – Windfall tax – skončila rokem 2025.

Za rok 2026 se již nebude platit speciální daň z neočekávaných zisků.

Speciální daň z nadměrných zisků – Windfall tax – **byla zavedena pro roky 2023-2025.** Na **průměr za roky 2018-2021 navýšený o 20 % se aplikovala sazba ve výši 60 %.** Vztahovala se ale nejenom na energetické společnosti.

Za rok 2023 zaplatil ČEZ na WFT 30,1 mld. CZK a za rok 2024 to bylo 32,1 mld. CZK. Za minulý rok (2025) by ČEZ měl odvést 31-34 mld. CZK. **Za tři roky tedy ČEZ státu zaplatil zhruba 95 mld. CZK jako daň z neočekávaných zisků. Dalších 10 mld. CZK pak přidal jako odvody z nadměrných tržeb**, které se platily v roce 2023.

Nadále vnímáme riziko zavedení speciálních daní.

Podle našeho názoru je nadále pro hospodaření ČEZu jednou z hrozeb dodatečná regulace. V tomto případě politické riziko ve formě zavedení např. speciálních daní.

Vzroste čistý zisk, vzroste dividenda.

Rok 2026 je prvním, kdy hospodaření respektive čistý zisk negativně neovlivní vysoké speciální daně. To bude znamenat růst čistého zisku. Vzhledem k tomu, že čistý zisk slouží jako základna pro výpočet dividendy, vzroste i dividenda ze zisku roku 2026, která bude vyplacená v roce 2027 (viz níže).

Dlouhodobé odhady

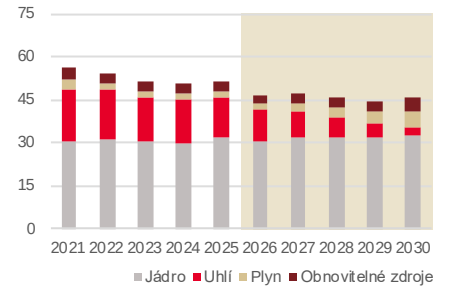
Význam jaderných elektráren ve výrobním mixu poroste.

Za minulý rok (2025) vyrobily jaderné elektrárny 32,07 TWh elektřiny. To je o +8 % více než v předchozím roce. Celková výroba ČEZu by měla v 2025 dosáhnout asi 51 TWh (+1 % y/y). Zásadní podíl na celkové výrobě měly jaderné elektrárny, které vygenerovaly 63 % celkové výroby elektřiny. Zbytek pak připadne na uhelné elektrárny (13,9 TWh nebo 27 %), plyn (1,9 TWh, 4 %) a obnovitelné zdroje (3,2 TWh, 6 %).

Význam jaderných elektráren ve výrobním portfoliu ČEZu poroste. Samozřejmě, že nepočítáme v sledovaném období s novým zdrojem, který zcela jistě nevznikne, ale podíl produkce vyrobené v jaderných elektrárnách poroste s tím, jak bude klesat výroba z uhlí. Důvodem je cena elektřiny ve srovnání s cenou emisní povolenky. Pokles uhelné výroby nedokáže ani zdaleka kompenzovat očekávaný nárůst produkce v obnovitelných zdrojích a plynových aktiv. Výsledkem je, že instalovaná kapacita ČEZu bude klesat. A při nezměněném výkonu jádra to znamená, že poroste jeho podíl na celkové kapacitě. Odhadujeme, že jaderné

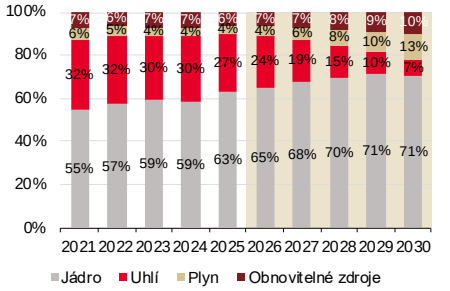
zdroje budou generovat 71 % celkové elektřiny ČEZu v roce 2030. Výroba elektřina a instalovaná kapacita je přehledně vidět na grafech níže.

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



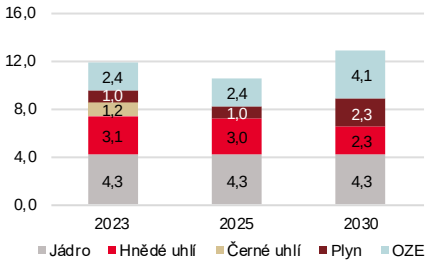
Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl na výrobě elektřiny



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný mix výrobní kapacity (GW)



Zdroj: ČEZ

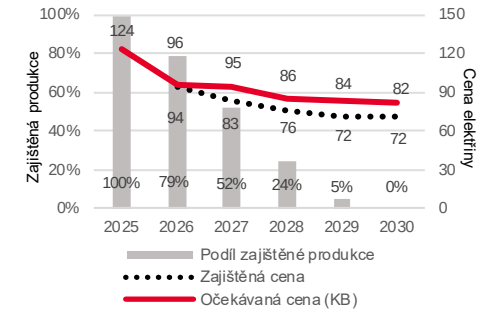
Očekávaný pokles realizačních cen elektřiny

Realizovaná cena elektřiny bude klesat z 124 EUR/MWh dosažených v 2025.

Na začátku minulého roku byla cena elektřiny nad 100 EUR/MWh. Následně ale rychle klesla a po zbytek roku se pohybovala kolem úrovně 85 EUR/MWh. Realizovaná prodejní cena ČEZu v minulém roce byla asi 124 EUR/MWh. Rozdíl je dán předprodeji v minulých letech, kdy byla cena elektřiny na podstatně vyšší úrovni. V dalších letech čekáme pokles ceny elektřiny až k úrovni asi 82 EUR/MWh.

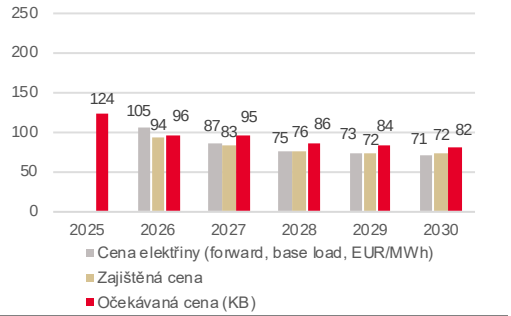
Následující grafy porovnávají zajištěnou cenu, naše projekce a forwardy na příští roky.

Rozsah zajištění prodejů 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

Prognózy výsledků hospodaření

Hospodaření bude klesat.

Za minulý rok známe zatím jen výsledky za 9M25. Odhadujeme celkové tržby za 2025 úrovni 332 mld. CZK. Ve srovnání s předchozím rokem se bude jednat o mírný pokles o 3,7 %. Ve sledovaném období v letech 2025-2030 očekáváme další pokles výnosů až pod 280 mld. CZK v roce 2030. Průměrné roční tempo poklesu by bylo 3,7 % (CAGR 2025-2030). Jedním z důvodů poklesu je nižší realizovaná cena elektřiny.

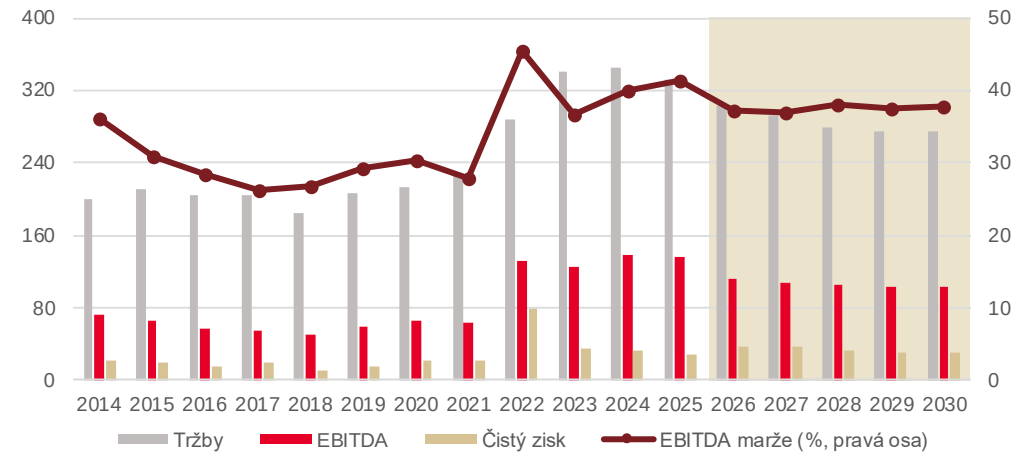
U příležitosti prezentace výsledků za 3Q25 / 9M25 zopakoval ČEZ svůj cíl na zisk EBITDA ve výši 132-137 mld. CZK. Za 9M25 byla EBITDA 103,2 mld. CZK nebo 77 % celoročního cíle. Podle našich odhadů čekáme EBITDA za celý minulý rok ve výši 137,1 mld. CZK. ČEZ tak svou projekci splní. V dalších letech bude podobně jako tržby klesat i EBITDA. Na konci sledovaného období by měla dosáhnout 104 mld. CZK (-4,6 % CAGR 2025-2030). EBITDA marže by se měla pohybovat v úzkém rozmezí kolem úrovně 38 %.

Cíl ČEZu na čistý zisk je pro rok 2025 je v rozmezí 26-28 mld. CZK. Za 9M25 je reportovaný čistý zisk 22,2 mld. CZK. To odpovídá 82 % celoroční projekce. Za minulý rok čekáme čistý zisk

27,7 mld. CZK. V posledním roce zmíněného období odhadujeme čistý zisk na 31 mld. CZK. To odpovídá průměrnému ročnímu tempu růstu -0,4 %.

Z grafu je vidět skokový pokles čistého zisku v letech 2023-2025. Důvodem je zavedení speciální daně z nadměrných zisků pro roky 2023-2025. Tím se podstatně zvýšila efektivní daňová sazba na průměrných 62 %. V tomto roce (2026) by se měla aplikovat pouze standardní daňová sazba 21 %. Nižší daňová sazba samozřejmě pozitivně ovlivní čistý zisk, který se podstatně zvýší na 37,6 mld. CZK z letošních očekávaných 27,7 mld. CZK.

Odhady výsledků ČEZ (mld. Kč)



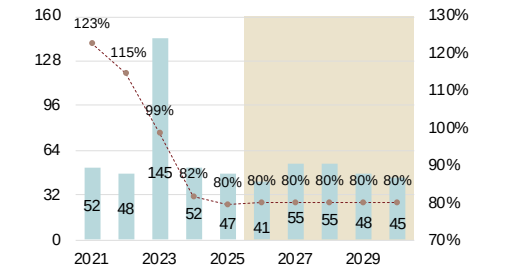
Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dividendová politika

Za rok 2025 by mohlo dojít k výplatě 41 CZK na akcii.

Současná **dividendová politika ČEZu je na distribuci 60-80 % upraveného čistého zisk**u. Čistý zisk za minulý rok by měl doáhnout 27,7 mld. CZK. To při 80% výplatě zaznačuje dividendu ve výši 41 CZK na jednu akcii po 47 CZK vyplacených v 2025. Dividenda 41 CZK tak naznačuje hrubý výnos 3,5 %.

Očekávaná výplata dividendy na akcii (CZK)



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

Očekáváme výplatní poměr na horním konci dividendové politiky.

V roce 2027, kdy se bude vyplácet ze zisku 2026, by mělo dojít k nárůstu dividendy. Rok 2026 je první, ve kterém nebude hospodaření ČEZu zatíženo speciální daní z nadměrných zisků. Čekáme výplatu 55 CZK na akcii (80% výplata, hrubý výnos 4,7 %). Při zachování dividendové politiky na současné úrovni se bude dividenda vyvíjet stejnou dynamikou jako čistý zisk.

V roce 2023 došlo k výplatě rekordní dividendy 145 CZK na akcii. Důvodem byl vysoký nárůst čistého zisku na 78,4 mld. CZK. Navíc Ministerstvo financí, které za stát vykonává akcionářská práva, dalo ke schválení na valnou hromadu návrh na výplatu celého čistého zisku. Management ČEZ původně navrhl v souladu s dividendovou politikou 80% výplatu tedy 117 CZK na akcii.

Pokud by došlo za rok 2025 (bude vyplaceno letos v srpnu 2026) k výplatě 100% dividendy znamenalo by to 51 CZK na jednu akcii. To je náš optimistický scénář. Odpovídalo by to hrubému výnosu 4,4 %. Vzhledem k platnosti WFT pro rok 2025 to ale nečekáme. 100% dividenda by se ale mohla vrátit ze zisku roku 2026. Náš standardní odhad je 55 CZK v optimistickém případě 69 CZK.

Výplata dividendy za roky 2023, 2024 a 2025 byla negativně ovlivněna zavedením speciální daně z nadměrných zisků (WFT). To snížilo čistý zisk, respektive dividendu. Dividendy za roky 2021 a 2022 se skládaly z podílu na čistém zisku a mimořádné výplaty vztahující se k divesticím rumunských, respektive bulharských aktiv.

Zadlužení

Zadlužení ČEZu se zvýší.

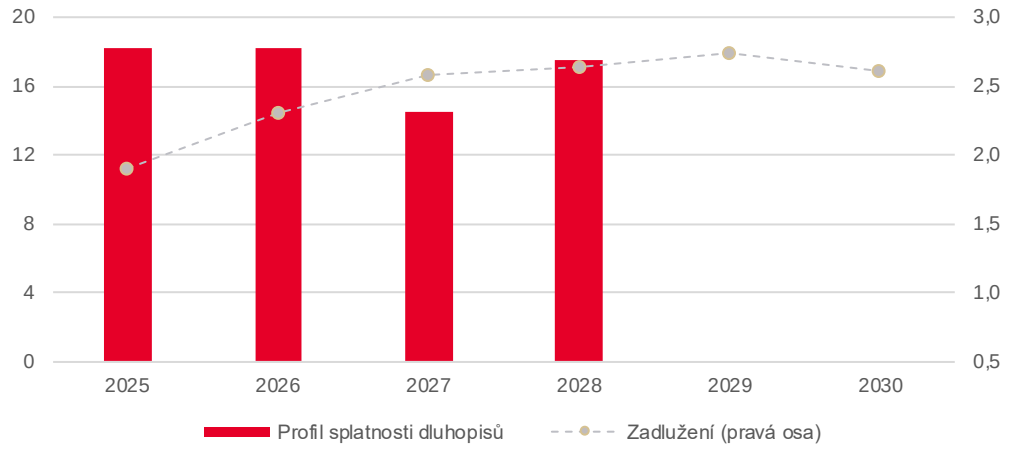
Zadlužení ČEZu za 9M25 činilo 1,5x (čistý dluh / EBITDA). Za celý rok 2025 odhadujeme mírný nárůst na 1,8x. V následujících letech by zadlužení mělo růst až na námi odhadovaných 2,7x.

Za minulý rok (2025) odhaduje ČEZ zadlužení 1,6-1,8x. V dalších letech by se podle managementu mělo zvýšit na 3,0–3,5x (2030).

CAPEX by v období 2025-2030 měl přesáhnout 400 mld. CZK. Vysoké investiční náklady by mimo jiné měly soužit k dekarbonizaci. Investice by měly proudit zejména do distribuce a výrobních zdrojů.

Splatnost dluhopisů v následujících letech je vidět v grafu níže. V nejbližších letech 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

Vláda plánuje ovládnout výrobu v ČEZu

Vláda plánuje ovládnout výrobu ČEZu.

Vláda plánuje získat 100% kontrolu nad výrobu ČEZu (vláda nyní vlastní v ČEZu 69,8 %). Výkup minoritních akcionářů nepůjde jako výdaj státního rozpočtu, ale vlastním výkupem společnosti ČEZ. Je to uvedeno v programovém prohlášení vlády.

Politická rétorika je v tomto ohledu docela silná. Podle posledních informací vláda připravuje výkup minorit. Tento proces by měl trvat rok a půl až dva. Mělo by to začít v příštích měsících. Podle ministra průmyslu Havlíčka, má vláda připraveny takový model, který nebude zásadním způsobem zatěžovat ani státní rozpočet ani ČEZ.

Další informace k dispozici nejsou. **V tomto roce pravděpodobně k žádným krokům nedojde**, projekt bude zřejmě ve fázi příprav.

Není jasné jakým způsobem zestátnění výroby ČEZu proběhne. Jestli dojde k výkupu celého ČEZu a pak například proběhne rozdělení na výrobní a regulovanou část, která by se mohla vrátit na zpátky trh. Nebo dojde k rozdělení a následnému výkupu minoritních podílů ve výrobní části.

Dovedeme si představit, že existují investoři, kteří na vytlačení minorit spekulují, respektive spekulují na očekávanou prémii k současné tržní ceně.

Nové jaderné elektrárny

ČEZ prodal EDU II státu. Projekt výstavby bude financovat stát.

ČEZ prodal 5. května 2025 státu 80% podíl ve společnosti Elektrárna Dukovany II (EDU II), která bude mít výstavbu dvou nových jaderných bloků na starosti. ČEZ má put opci na prodej svého 20% podílu a stát má call opci na nákup 20% podílu ČEZu.

ČEZ nemá žádné závazky projekt financovat.

Nové jaderné bloky postaví jihokorejská společnost KHNP. Počítá se s uvedením do provozu v letech 2036 a 2037.

Ocenění

Sektorové srovnání

Podle srovnávacích násobků je ČEZ většinou levnější než konkurenti v sektoru.

V následující tabulce jsou násobky společností ze stejného sektoru. Jedná se o srovnatelné firmy působící v západní a střední Evropě. Podle většiny poměrů se akcie ČEZu obchodují se slevou vůči sektoru. Navíc nabízí nadprůměrný dividendový výnos, a to jeden z nejvyšších mezi konkurenty.

Sektorové srovnání

	P/E akt.	P/E 2026	P/E 2027	P/S akt.	P/S 2026	P/S 2027	EV/ Sales 2025	EV/ EBITDA akt.	EV/ EBITDA 2026	EV/ EBITDA 2027	Div. výnos akt.	Div. výnos 2026	Div. výnos 2027
ČEZ (odhad KB)	**21,0**	**15,4**	**15,5**	**1,8**	**1,9**	**2,0**	**2,6**	**6,2**	**7,6**	**8,0**	**3,8**	**5,1**	**5,1**
ČEZ (konsensus)	**21,7**	**22,3**	**19,1**	**1,8**	**n/a**	**2,5**	**2,7**	**5,8**	**6,1**	**7,5**	**4,2**	**4,4**	**4,7**
EDP SA	25,9	14,6	14,7	1,1	n/a	2,8	2,7	9,6	8,9	8,7	4,6	4,8	4,8
E.ON SE	16,3	16,3	17,4	0,6	n/a	1,0	1,0	9,2	9,2	9,4	2,9	3,1	3,3
Uniper SE	258,9	33,1	29,8	0,2	n/a	0,1	0,1	8,2	9,2	8,6	n/a	1,4	2,4
Endesa SA	15,6	16,0	15,6	1,6	1,6	2,0	2,0	8,0	8,0	7,9	4,4	4,8	5,5
Enel SpA	15,5	14,0	13,5	1,3	1,4	2,1	2,1	8,5	7,9	7,6	5,3	5,3	5,7
Engie SA	n/a	13,2	14,1	0,9	0,9	1,5	1,5	7,7	7,6	7,7	5,6	5,8	5,8
EVN AG	11,0	11,5	12,3	1,7	1,7	2,1	2,1	6,3	7,3	6,8	3,0	3,1	3,3
Fortum Oyj	23,0	20,0	22,2	3,5	3,2	3,5	3,7	15,3	13,1	14,2	3,8	5,5	4,8
Iberdrola SA	24,1	20,9	20,1	2,9	2,8	4,5	4,4	13,5	12,8	12,5	3,4	3,7	3,8
RWE AG	22,9	22,9	20,8	1,8	1,7	2,4	2,3	26,2	11,0	9,6	1,1	2,3	2,7
Verbund AG	12,1	13,8	17,2	2,5	n/a	3,0	3,2	7,9	8,3	9,5	3,2	5,6	3,7
MEDIÁN západní Evropa	**19,6**	**16,0**	**17,2**	**1,6**	**1,7**	**2,1**	**2,1**	**8,5**	**8,9**	**8,7**	**3,6**	**4,8**	**3,8**
PGE Polska Grupa Energetyczna	n/a	n/a	5,5	0,4	n/a	0,4	0,4	1,7	1,8	2,2	0,0	0,0	0,0
Energa SA	15,5	n/a	n/a	0,4	n/a	n/a	n/a	7,5	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0
Enea SA	15,1	3,7	5,1	0,4	n/a	0,4	0,5	2,8	2,1	2,4	n/a	2,2	5,6
Tauron Polska Energia SA	5,2	5,7	8,0	0,5	n/a	1,0	1,1	4,1	4,3	5,2	n/a	0,0	3,3
MEDIÁN střední Evropa	**15,1**	**4,7**	**5,5**	**0,4**	**n/a**	**0,4**	**0,5**	**3,4**	**2,1**	**2,4**	**0,0**	**0,0**	**1,6**
SEKTOROVÝ MEDIÁN	**15,6**	**14,6**	**15,1**	**1,1**	**1,7**	**2,0**	**2,1**	**8,0**	**8,2**	**8,2**	**3,4**	**3,1**	**3,7**
ČEZ vs. sektor (konsensus)	*39%*	*52%*	*26%*	*61%*	*n/a*	*22%*	*32%*	*-27%*	*-25%*	*-8%*	*23%*	*40%*	*27%*
ČEZ vs. sektor (odhad KB)	*34%*	*6%*	*2%*	*61%*	*14%*	*-3%*	*25%*	*-22%*	*-7%*	*-2%*	*10%*	*64%*	*37%*
ČEZ vs. západní Evropa (odhad KB)	7%	-3%	-10%	16%	14%	-7%	20%	-27%	-15%	-8%	5%	5%	33%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cílová cena

Vydáváme novou cílovou cenu 1 079 CZK.

Fair value (vnitřní hodnotu) **akcií ČEZu jsme stanovili podle modelu diskontovaného volného cash flow** (DCF) **v období 2025-2030.** Volné peněžní toky jsme diskontovali pomocí WACC (vážené náklady na kapitál) v intervalu 6,2-5,7 % pro sledované období a 5,6 % pro terminál. A to při dlouhodobém růstu 2 %. Na základě DCF modelu **aktualizujeme naši cílovou cenu odpovídající fair value na 1 079 CZK na akcii.** Ve srovnání se současnou tržní cenou odpovídá naše cílová cena poklesu o 7,7 %. Celkové výnos včetně dividendy je -4,2 %. **Tomu odpovídá doporučení Prodat**.

Ocenění akcií ČEZ

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	LT
Kalkulace požadované úrokové míry							
bezriziková úroková míra	4,4%	4,5%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,2%
beta	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
akciová riziková přirážka	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
riziková přirážka země	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
náklady vlastního kapitálu	8,6%	8,7%	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%
váhu dluhu	50,9%	49,3%	50,6%	50,2%	50,1%	48,5%	48,5%
náklady dluhu (po dani)	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
WACC	**6,2%**	**5,7%**	**5,7%**	**5,6%**	**5,6%**	**5,6%**	**5,6%**
Model diskontovaných cash flow (mld. CZK)							
EBITDA	137,1	112,5	108,5	105,9	103,3	104,1	
Amortizace jaderného paliva	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3	4,4	
Zaplacená daň	-50,0	-10,3	-9,2	-8,0	-7,5	-7,3	
Změna pracovního kapitálu a rezerv	-0,7	-9,1	-17,5	7,9	2,0	11,5	
Kapitálové investice	-55,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	
FCFF	**35,4**	**27,2**	**16,0**	**40,1**	**32,2**	**42,7**	
price / free cash flow	16,4	21,3	36,4	14,5	18,1	13,6	
Současná hodnota of FCFF	33,3	24,3	13,5	32,0	24,3	30,6	
Současná hodnota FCFF do roku 2029	158,0						
Současná hodnota FCFF po roce 2029	860,7						
Čistý dluh	260,0						
Rezervy (jádro, doly, skládky)	184,1						
Finanční investice	3,6						
Investice v joint ventures	11,3						
Podíl minorit	8,8						
Odhad hodnoty vlastního kapitálu	580,7						
Fair value (CZK na akcii)	1 079						
Cílová cena (CZK na akcii)	**1 079**						

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 a ceny elektřiny.

Citlivost cílové ceny na změnu parametrů

WACC

Dlouhodobý růst	-100 bb	-50 bb	5,6 % / 5,6 % *	+50 bb	+100 bb
1,0%	1 084	882	724	597	492
1,5%	1 350	1 084	882	724	597
2,0%	1 710	1 344	**1 079**	879	721
2,5%	2 261	1 719	1 350	1 084	882
3,0%	3 138	2 261	1 719	1 350	1 084

Dlouhodobý růst cen elektřiny

Fwd ceny	0%	1%	2%	3%	4%
-20%	1 290	993	779	616	488
-10%	1 489	1 164	929	751	611
0%	1 688	1 335	**1 079**	886	734
10%	1 888	1 506	1 230	1 020	856
20%	2 087	1 677	1 380	1 155	979

Pozn.: * první hodnota odpovídá průměru za 2025 – 2030, druhá po roce 2030
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 tlakem. 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	2021	2022	2023	2024	e2025	e2026	e2027	e2028	e2029	e2030
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT										
Tržby	227 793	288 485	340 585	344 709	331 897	302 431	292 557	278 725	275 630	275 749
Materiálové náklady	-127 285	-162 010	-180 660	-171 390	-155 578	-145 610	-141 750	-135 619	-131 681	-131 950
Mzdové náklady	-30 591	-33 915	-37 783	-42 538	-46 115	-48 421	-49 389	-50 377	-51 385	-52 413
Ostatní náklady	-1 924	-1 890	-12 498	680	3 816	4 139	7 074	7 213	4 763	6 691
EBITDA	63 240	131 568	124 839	137 462	137 112	112 539	108 492	105 941	103 327	104 078
Odpisy	-47 427	-29 893	-40 636	-44 267	-55 578	-52 925	-51 247	-54 703	-54 482	-54 189
Provozní zisk	16 098	101 927	84 512	93 443	80 437	59 013	57 246	51 238	48 845	49 889
Úrokové výnosy	431	3 804	6 279	3 522	3 182	3 103	4 048	5 051	5 923	6 718
Úrokové náklady	-4 206	-5 013	-6 299	-6 561	-7 172	-7 786	-8 337	-8 889	-9 440	-9 991
Ostatní finanční výnosy	-2 014	-2 861	-7 289	-8 066	-7 945	-8 154	-8 602	-9 051	-9 501	-9 952
Ostatní finanční náklady	3 117	1 766	1 813	1 102	-129	667	1 869	1 780	1 761	1 761
Zisk před zdaněním	13 426	99 623	79 016	83 440	68 373	46 842	46 223	40 131	37 588	38 425
Daň z příjmu	-3 517	-18 918	-49 442	-52 926	-41 674	-9 837	-8 782	-7 625	-7 142	-7 301
Čistý zisk	22 300	78 400	34 700	31 800	27 704	37 606	37 441	32 506	30 446	31 124
ROZVAHA										
Základní kapitál	52 376	52 465	52 465	52 465	52 465	52 465	52 465	52 465	52 465	52 465
Nerozdělený zisk	108 722	206 421	191 587	186 038	187 451	202 399	210 251	213 167	217 790	224 704
Vlastní kapitál	161 098	258 886	244 052	238 503	239 916	254 864	262 716	265 632	270 255	277 169
Dlouhodobý dluh	95 925	140 234	131 042	218 426	238 426	258 426	278 426	298 426	318 426	338 426
Ostatní dlouhodobé závazky	32	31	31	31	31	31	31	31	31	31
Investovaný kapitál	257 055	399 151	375 125	456 960	478 373	513 321	541 173	564 089	588 712	615 626
Dlouhodobá aktiva	403 092	435 119	452 132	579 238	590 863	601 716	620 060	635 952	652 486	667 440
Nehmotná dlouhodobá aktiva	23 854	24 423	27 801	33 771	31 998	32 922	33 846	34 769	35 693	36 617
Finanční investice	533 820	320 528	171 059	103 739	92 132	110 061	132 798	129 651	129 304	129 797
Hotovost a krátkodobé cenné papíry	26 640	36 609	10 892	40 324	8 413	29 210	27 084	48 007	64 445	94 682
Zásoby	33 480	55 009	53 931	50 235	51 681	46 513	45 582	44 671	43 777	42 902
Pohledávky	148 521	218 674	87 081	70 572	77 288	71 636	69 743	67 090	70 272	66 519
Ostatní aktiva	13 674	17 018	22 869	23 214	23 678	24 152	24 635	25 128	25 630	23 580
Krátkodobý dluh	41 965	61 912	37 868	29 053	29 994	29 694	29 397	29 103	28 812	28 524
Obchodní závazky	88 176	101 238	62 137	53 783	52 926	48 486	46 998	44 914	44 447	44 465
Rezervy	130 034	159 862	209 328	232 817	208 218	214 842	221 853	229 212	236 885	244 840
Ostatní závazky	665 851	385 217	141 307	128 480	106 542	109 868	114 327	117 950	122 752	128 081
Investovaný kapitál	257 055	399 151	375 125	456 960	478 373	513 321	541 173	564 089	588 712	615 626
Celková aktiva	1 183 081	1 107 380	825 765	901 093	876 053	916 210	953 748	985 268	1 021 608	1 061 537
CASH FLOW										
Zisk před zdaněním	13 426	99 623	79 016	83 440	68 373	46 842	46 223	40 131	37 588	38 425
Odpisy	31 628	32 757	35 336	41 709	55 578	52 925	51 247	54 703	54 482	54 189
Amortizace jaderného paliva	4 110	3 907	3 655	3 767	4 003	4 083	4 165	4 248	4 333	4 420
Ostatní nepeněžní operace	-14 732	98 839	35 952	1 551	-3 067	7 412	6 318	5 760	5 421	5 184
Změna pracovního kapitálu	32 312	-224 255	44 377	45 013	-1 780	-10 122	-18 565	6 802	831	10 339
Placené daně	-3 550	-5 409	-60 313	-49 594	-50 009	-10 329	-9 222	-8 006	-7 499	-7 301
Čisté placené úroky	-4 051	-397	147	-1 701	-3 990	-4 683	-4 289	-3 837	-3 517	-3 273
Přijaté dividendy	13	27	33	250	50	50	50	50	50	50
Provozní cash flow	59 156	5 092	138 203	124 435	69 158	86 179	75 927	99 851	91 688	102 033
Cash flow z investiční aktivity	-7 118	-36 712	-46 691	-76 653	-55 000	-70 000	-70 000	-70 000	-70 000	-70 000
Placené dividendy	-27 963	-25 649	-77 408	-28 410	-25 286	-22 058	-29 589	-29 589	-25 824	-24 210
Cashflow s finanční aktivity	-31 462	41 589	-117 229	-18 350	-46 069	4 618	-8 054	-8 928	-5 250	-1 796
Změna v hotovosti	20 576	9 969	-25 717	29 432	-31 911	20 797	-2 126	20 923	16 439	30 237

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje ČEZ

	2021	2022	2023	2024	e2025	e2026	e2027	e2028	e2029	e2030
POMĚRY (%)										
EBITDA marže	27,8	45,6	36,7	39,9	41,3	37,2	37,1	38,0	37,5	37,7
Provozní marže	7,1	35,3	24,8	27,1	24,2	19,5	19,6	18,4	17,7	18,1
Hrubá marže	5,9	34,5	23,2	24,2	20,6	15,5	15,8	14,4	13,6	13,9
Čistá marže (upr.)	9,8	27,2	10,2	9,2	8,3	12,4	12,8	11,7	11,0	11,3
Úrokové krytí (x)	4,3	84,3	4 225,6	30,7	20,2	12,6	13,3	13,4	13,9	15,2
Čistý zisk / vlastní kapitál (x)	0,7	0,6	0,6	0,9	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0
Čistý dluh / EBITDA (x)	1,8	1,3	1,3	1,5	1,9	2,3	2,6	2,6	2,7	2,6
ROE	11,3	37,3	13,8	13,2	11,6	15,2	14,5	12,3	11,4	11,4
ROA	2,4	6,8	3,6	3,7	3,1	4,2	4,0	3,4	3,0	3,0
ROCE	7,3	23,9	9,0	7,6	5,9	7,6	7,1	5,9	5,3	5,2
Dividendový výplatní poměr	122,7	115,8	99,5	80,6	79,5	79,6	78,7	79,0	79,4	79,5
ÚDAJE NA AKCII (CZK)										
Čistý zisk (upr.)	41,6	145,7	64,5	59,1	51,5	69,9	69,6	60,4	56,6	57,9
Vlastní kapitál	300,7	482,2	453,6	443,3	445,9	473,7	488,3	493,7	502,3	515,2
Volný cash flow	128,3	-222,3	134,5	128,7	65,7	50,6	29,7	74,6	59,8	79,4
Hrubá dividenda	52,0	48,0	145,0	52,0	47,0	41,0	55,0	55,0	48,0	45,0
TRŽNÍ OCENĚNÍ										
P/E (x)	19,9	5,3	14,9	16,2	21,0	15,4	15,5	17,9	19,1	18,7
Price/Operating cash flow (x)	6,6	38,0	2,6	2,9	4,7	5,7	6,5	5,2	5,7	5,2
Price/free cash flow (x)	6,4	-3,5	7,1	7,4	16,4	21,3	36,4	14,5	18,1	13,6
Price/book value (x)	2,8	1,6	2,1	2,2	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1
Price/sales (x)	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1
Dividendový výnos (%)	6,3	6,2	15,1	5,4	4,4	3,8	5,1	5,1	4,4	4,2
EV/revenues (x)	2,4	2,0	2,0	2,1	2,6	2,8	3,0	3,1	3,2	3,1
EV/EBITDA (x)	8,8	4,4	5,4	5,3	6,2	7,6	8,0	8,2	8,5	8,3
EV/IC (x)	2,2	1,5	1,8	1,6	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	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 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 vázáni 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 vyplývajícímu 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 dozoru 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

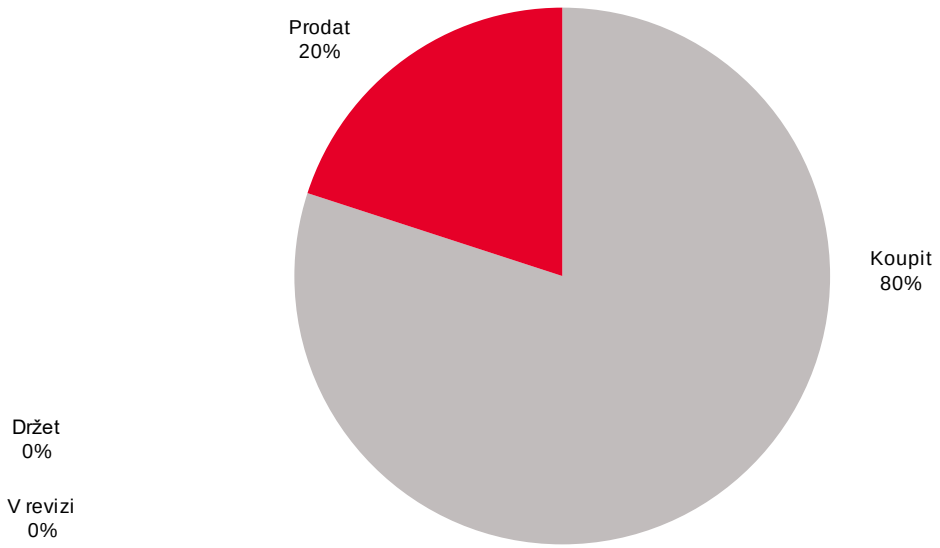
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odráželo 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 (5 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
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů							
Doporučení	prodat	koupit	koupit	koupit	koupit	konec pokrývání	konec pokrývání
Cílová cena	1 079 CZK	893 CZK	557 CZK	143,3 CZK	19 527 CZK		
Datum	23.02.2026	14.07.2025	04.12.2025	16.01.2025	18.09.2025	07.09.2022	25.02.2022
Cena v den publikace	1 169 CZK	738 CZK	480 CZK	128,8 CZK	18 000 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		
Přehled doporučení							
Doporučení	držet	koupit	koupit	v revizi	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	923 CZK	921 CZK	402 CZK	v revizi	17 041 CZK	600 GBp	362 CZK
Datum	15.11.2024	09.02.2024	03.09.2024	25.07.2024	21.03.2024	11.02.2021	26.03.2021
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	držet	koupit	koupit
Cílová cena	1 034 CZK	652 CZK	313 CZK	102,8 CZK	18 349 CZK	466 GBp	293 CZK
Datum	07.09.2023	16.12.2022	29.05.2023	19.10.2023	03.03.2023	30.08.2019	08.01.2020
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	v revizi	koupit
Cílová cena	1 393 CZK	645 CZK	381 CZK	104,6 CZK	18 183 CZK	v revizi	298 CZK
Datum	07.06.2022	17.01.2022	12.05.2022	05.09.2022	11.02.2022	14.08.2019	12.12.2018
Doporučení	v revizi	v revizi	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	v revizi	v revizi	v revizi	109,7 CZK	16 512 CZK	342 GBp	270 CZK
Datum	10.05.2022	31.03.2021	15.02.2022	31.08.2021	20.11.2020	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
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty							
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