

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

Srazili jsme naše odhady kvůli nízkým cenám elektřiny, v akcích ČEZ ale vidíme hodnotu

Koupit

Cena 11.02.16	370 CZK
12m cíl	420 CZK
Pot. růst ceny	13,5%
Dividenda	35 CZK
Celkový výnos	23,0%

Sektorové doporučení
Snižt váhu

Typ investice

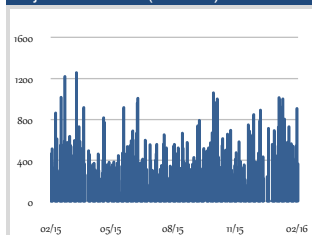
Expozice vůči cenám komodit	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Fakta/dopad: ČEZ se stává méně závislým na vývoji cen elektřiny, když podíl výrobního segmentu na konsolidované EBITDA za devět měsíců loňského roku klesl na 50 % oproti 57 % před rokem. Průměrná expozice v evropském sektoru síťových odvětví je ovšem ještě nižší (podle odhadu Société Générale okolo 40 %), a proto výkonnost akcií ČEZ během propadu cen elektřiny v posledních měsících zaostávala za svým sektorem. Dalším důvodem byly neplánované odstávky v jaderných elektrárnách, což však vnímáme jen jako dočasný problém. Předpovídáme, že zisky ČEZ budou dál klesat z důvodu nízkých cen proudu. Ceny elektřiny by podle Société Générale měly zůstat citlivé na změny cen hlavních energetických komodit a oproti současným úrovním mají jen malý růstový potenciál.

Investiční doporučení: Odhadujeme, že **navzdory klesajícím ziskům by měl ČEZ díky nižším kapitálovým výdajům generovat velmi silný volný cash flow**; podle naší prognózy v průměru přibližně 35 Kč na akcii ročně. Ačkoliv by ČEZ mohl výrazně snížit výši dividend (pokud se firma rozhodne stabilizovat poměr zadlužení k EBITDA), tak věříme, že právě tvorba vysokého cash flow přesvědčí investory k tomu, aby akcie ČEZ opět kupovali. Navzdory výrazné revizi našich odhadů by měly akcie ČEZ nadále nabízet nadprůměrný dividendový výnos.

Roční cílová cena: Snižujeme ze **608 CZK na 420 CZK na akcii**. Hlavním důvodem bylo značné zhoršení našich prognóz zisků v důsledku výrazného snížení očekávaných cen elektřiny (aktuální odhady SG pro ceny německé elektřiny jsou přibližně o 25 % nižší než v září 2015, kdy jsme vydali poslední aktualizaci naší analýzy ČEZ). Společně s odhadovanou dividendou je námi očekávaný celkový výnos pro akcionáře vyšší než 15 %, a proto **ponecháváme naše doporučení „koupit“ akcie ČEZ**.

Hlavní rizika: Nižší než očekávané ceny elektřiny, vyšší než očekávané investice, méně štědrá dividendová politika.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za Q4 15 budou zveřejněny 15. března.

Data o akcii

RIC CEZsp.PR	Bloom	CEZ CP
52týdenní rozmezí	369 - 683,2	
Tržní kap. (CZK mld.)	199,1	
Tržní kap. (EUR mld.)	7,4	
Volně obchod. (%)	30	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	-10,4	-22,9 -37,1
Relativně k PX	-2,8	-9,7 -26,6

Zdroj: Bloomberg

Finanční údaje

	2015e	2016e	2017e	2018e
Tržby (mld. CZK)	204,4	199,4	193,9	190,7
Provozní marže (%)	31,3	30,8	29,8	29,2
Čistý zisk (mld. CZK)	21,5	15,7	15,1	13,1
Zisk na akcii (CZK)	40,2	29,4	28,3	24,5
Dividenda na akcii (CZK)	35,0	24,3	22,6	22,0
Úrokové krytí (x)	9,9	4,4	4,4	4,1
Výplatní poměr (%)	68,8	70,0	80,0	90,0
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	57,6	59,0	56,2	53,9

Ukazatele

	2015e	2016e	2017e	2018e
P/E (x)	9,2	12,6	13,1	15,1
Cena/volný cash flow	19,7	8,5	7,6	8,0
Dividendový výnos (%)	9,5	6,6	6,1	6,0
P/účetní hodnota (x)	0,8	0,8	0,8	0,8
P/tržby (x)	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/tržby (x)	1,9	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA (x)	5,4	5,7	5,9	6,1
EV/IC (x)	0,9	0,9	0,9	0,9

Poslední analýza:

http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/REPORT_12886

SOCIÉTÉ
GÉNÉRALE
GROUP

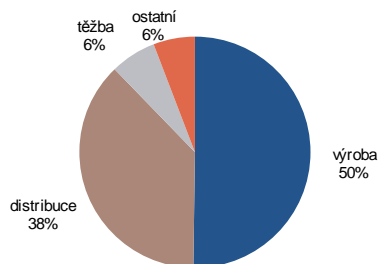


Josef Němý, CFA
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz

Základní údaje o ČEZ

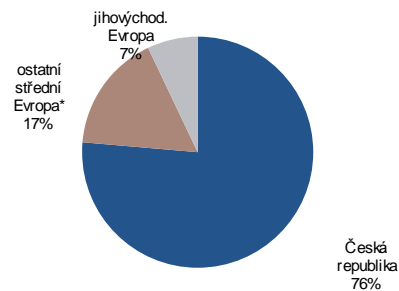
ČEZ je vertikálně integrovaná elektrárenská společnost, většiny zisků dosahuje v České republice.

EBITDA podle segmentů (9M 2015)



Zdroj: ČEZ

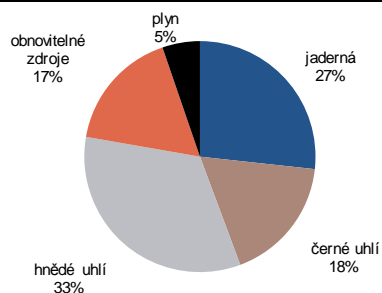
EBITDA podle regionů (9M 2015)



*ostatní zisky v regionu střední Evropy (včetně ČR)

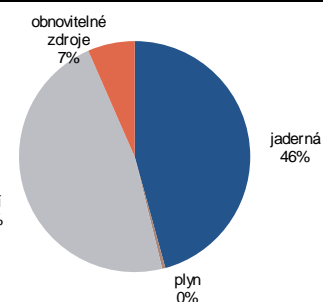
Většina vyrobené elektřiny ČEZ pochází z jaderných a uhelných zdrojů.

Instalovaná kapacita podle paliva (2014)



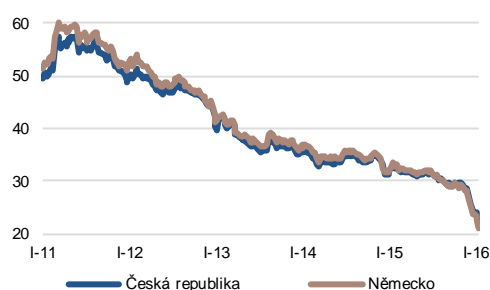
Zdroj: ČEZ

Výroba elektřiny podle paliva (9M 2015)



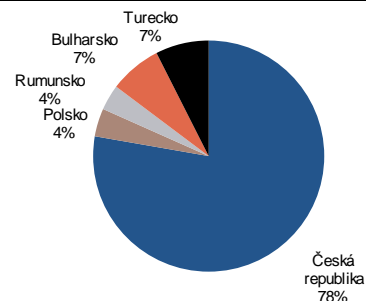
České ceny elektřiny kvůli propojení trhů kopírují vývoj německých cen.

Ceny elektřiny (EUR/MWh)



Zdroj: Bloomberg

Kapacita výroby elektřiny podle zemí (2014)



Zdroj: ČEZ

Aktuální vývoj

Ceny komodit

Globální ceny ropy a uhlí prudce spadly, což srazilo i ceny německé elektřiny.

Globální ceny komodit za poslední rok a půl strmě klesají. Ceny ropy jsou pod silným prodejním tlakem od konce roku 2014, kdy OPEC potvrdil cílování podílu na trhu. Američtí těžaři ropy z břidlic zatím svou produkci významně nesnížili a na trhu s ropou tak nadále převyšuje nabídka poptávku, což srazilo ceny na nejnižší úroveň za posledních 13 let.

Mezitím došlo také k propadu světových cen uhlí, především kvůli klesající poptávce z Číny a slabším vyhlídkám tamního hospodářství (Čína totiž představuje asi polovinu celosvětové spotřeby uhlí). Nízké ceny ropy rovněž přispěly k poklesu, protože snižují náklady na dopravu i samotnou těžbu uhlí. Níže uvedený graf vpravo ukazuje, že v dlouhodobém horizontu byly globální ceny ropy a uhlí docela dobře synchronizovány. Důvodem je pravděpodobně skutečnost, že v aktuální dlouhodobém komoditním cyklu je poptávka po energetických komoditách tažena především Čínou.

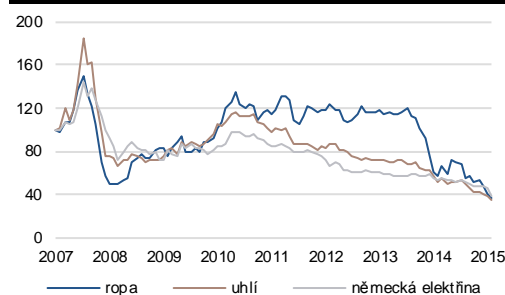
Negativní vývoj cen uhlí stlačil dolů německé ceny elektřiny, protože rozhodující pro tvorbu cen jsou v současné době výrobní náklady uhelných elektráren. Ceny emisních povolenek se sice loni zotavily (letos opět klesají), ale to nestačilo kompenzovat vliv klesajících cen uhlí. Výrobní marže uhelných elektráren (tzv. *dark spread*) byla v posledních 12 měsících relativně stabilní na úrovni zhruba 4 EUR/MWh.

Vývoj cen komodit za poslední rok*



Zdroj: Bloomberg. *100=ceny z 30.1.2015

Vývoj cen komodit od roku 2007*



Zdroj: Bloomberg. *100=ceny z 31.12.2007

SG výrazně snížila své prognózy cen elektřiny.

Société Générale má pro ceny ropy pozitivní výhled neboť letos očekává postupné zmenšení nerovnováhy mezi nabídkou a poptávkou. Tvorba zásob by se měla oproti 2,3 mil. barelů denně v polovině loňského roku výrazně snížit na 1,4 mil. v H1 16 a jen 0,6 mil. během letošního druhého pololetí. SG proto předpovídá, že cena ropy Brent dosáhne na konci tohoto roku 50 USD za barel (oproti současné ceně kolem 30 USD/b). Na druhou stranu, **výhled SG pro ceny uhlí je pouze mírně optimistický**; analytici SG během příštích let čekají světové ceny uhlí na úrovni 41-42 USD/t (oproti současné ceně 37 USD/t) v důsledku absence významnějšího snižování objemu těžby a vlažné poptávce z Číny.

Komoditní analytici SG proto prudce snížili své prognózy cen německé elektřiny, což je klíčový vstup do našeho oceňovacího modelu pro akcie ČEZ. Aktuální odhady SG jsou přibližně o čtvrtinu nižší než v září 2015, kdy jsme vydali poslední aktualizaci naší analýzy ČEZ (viz tabulka na následující straně). Ceny elektřiny podle SG měly zůstat citlivé na změny hlavních energetických komodit. Poptávka navíc zřejmě zůstane slabá a nabídku může zvyšovat růst výroby větrných elektráren v Německu. Ceny elektřiny tak podle SG mají oproti současným úrovním jen malý růstový potenciál.

Prognózy SG

EUR	10.2.2016	2016	2017	2018	2019	2020
Elektřina Německo (EUR/MWh)	21,1	23,6	23,5	24,0	24,6	25,1
Předchozí prognóza (září 2015)	-	31,4	31,3	31,9	33,4	33,5
změna	-	-25%	-25%	-25%	-26%	-25%

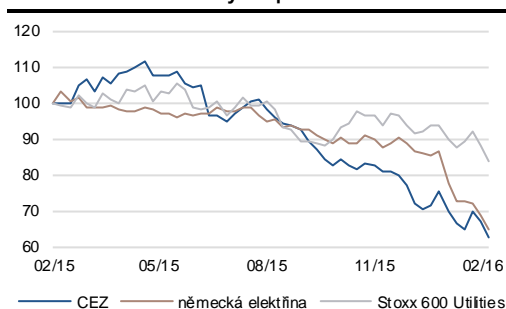
Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research, analýza European Power Special z 9.2.2016

Dopad na elektrárenský sektor

Nízké ceny elektřiny srazily dolů akcie ČEZ, jejichž výkonnost zaostala za průměrem sektoru.

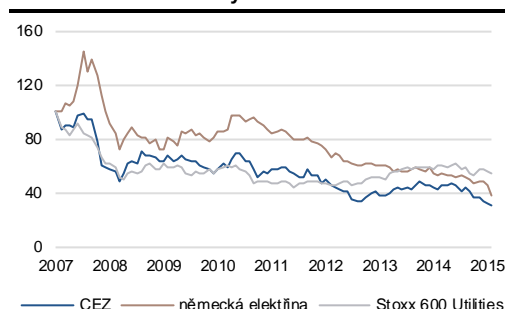
Většina zisku ČEZ tradičně pocházela z výroby elektřiny, a proto cena akcií sledovala negativní trend vývoje cen komodit. Výkonnost akcií ČEZ v posledních měsících výrazně zaostala za evropským elektrárenským sektorem. Podle našeho názoru byl hlavním důvodem fakt, že ČEZ má větší expozici vůči cenám elektřiny než je průměr v sektoru. SG se domnívá, že zhruba 60% EBITDA v odvětví pochází z regulovaných a stabilních segmentů, přičemž v případě ČEZ to donedávna byla méně než polovina. Kromě toho měl ČEZ ve druhé polovině minulého roku problémy s výrobou v jaderných elektrárnách, což mělo za následek dvojitý snížení výhledu provozního zisku.

Akcie a cena elektřiny za poslední rok*



Zdroj: Bloomberg. *100=ceny z 30.1.2015

Akcie a cena elektřiny od roku 2007*



Zdroj: Bloomberg. *100=ceny z 31.12.2007

Letošní hospodaření ČEZ

Výsledky hospodaření za Q3 15

Výsledky za Q3 15 byly v hlavních položkách pod očekáváním.

Výsledky ČEZ za Q3 15, zveřejněné 10. listopadu, **byly v hlavních položkách pod očekáváním.** Kvartální tržby překonaly všechny odhady na trhu, marže EBITDA však zklamala, když překvapivě vysoký byl růst nákladů na nákup elektřiny a ostatních provozních výdajů. Čistý zisk se propadl kvůli horší provozní výkonnosti a zejména z důvodu nečekaného odpisu majetku za 2,4 mld. Kč. Ten se skládá z odpisů ve výrobním segmentu ve střední Evropě (1,3 mld. Kč), výroby v jihovýchodní Evropě (0,6 mld. Kč) a distribuce v jihovýchodní Evropě (0,4 mld. Kč). Za prvních devět měsíců letošního roku stouply konsolidované tržby ČEZ o 2 % y/y, EBITDA však meziročně klesla o 12 % na 48,4 mld. Kč a očištěný čistý zisk dokonce o 23 % na 18,6 mld. Kč.

Výsledky ČEZ za Q3

mld. Kč	Q3 14	Q3 15	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	45,31	47,71	5,3%	45,14	45,55
EBITDA	14,83	12,82	-13,5%	13,88	13,45
Provozní zisk	4,73	3,32	-29,7%	6,74	6,17
Čistý zisk	2,54	1,29	-49,4%	4,65	3,56

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *průměrný odhad v průzkumu agentury Reuters

ČEZ v listopadu znovu snížil předpověď letošní EBITDA.

Výhled pro celý rok 2015

Spolu s výsledky za Q3 15 ČEZ oznámil snížení předpovědi letošní EBITDA ze 68 mld. Kč na 64 mld. Kč, za čímž stály prodloužené odstávky jaderných elektráren i horší výroba uhelných elektráren. Rozsah poklesu celoročního cíle byl negativním překvapením, protože tržní konsensus byl nastaven na 66,5 mld. Kč. Výhled pro očištěný čistý zisk ovšem zůstal nezměněn na 27 mld. Kč díky vrácení části darovací daně na emisní povolenky, což bylo oznámeno na konci října. Připomeňme, že původní výhled EBITDA pro rok 2015 byl v březnu nastaven na 70 mld. Kč.

Naše aktuální odhady výsledků za celý rok 2015 jsou v souladu s výhledem ČEZ. Za Q4 15 by měla firma dosáhnout značného meziročního růstu čistého zisku díky jednorázovému příjmu z vrácení daně a absenci velké ztráty z přecenění akcií MOL, ke které došlo v Q4 14. Provozní ziskovost by v Q4 15 měla být podobná jako v předchozím průběhu loňského roku. Zároveň v Q4 15 očekáváme další odpisy aktiv kvůli výraznému zhoršení vnějšího prostředí. Oznámený čistý zisk by proto měl být výrazně nižší než očištěný zisk.

Odhady letošních výsledků ČEZ

mld. Kč	Q4 14	Q4 15	yoy	2014	2015	yoy
tržby	53,6	54,1	1%	200,7	204,7	2%
EBITDA	17,9	15,5	-13%	72,7	63,9	-12%
čistý zisk	2,6	4,8	85%	22,4	21,5	-4%
očištěný čistý zisk	5,3	10,5	100%	29,5	27,2	-8%

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dlouhodobé odhady

Výroba elektřiny a prodejní ceny

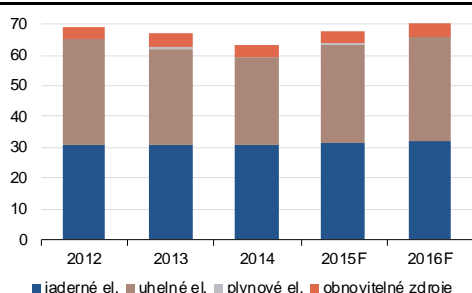
Loňské výrobní problémy ČEZ vnímáme spíše jako jednorázové.

Důvody snížení výhledu na rok 2015 vnímáme spíše jako jednorázové, a proto by zhoršení samo o sobě nemělo mít velký vliv na naše dlouhodobé odhady, byť zde existuje riziko dalšího odložení uvedení do provozu nové uhelné elektrárny Ledvice. **V letošním roce čekáme zotavení objemu výroby elektřiny,** jak ukazuje graf vlevo na následující straně. Většina zlepšení by měla přijít ze strany jaderných elektráren.

Realizované prodejní ceny ČEZ by se měly stabilizovat až od roku 2019.

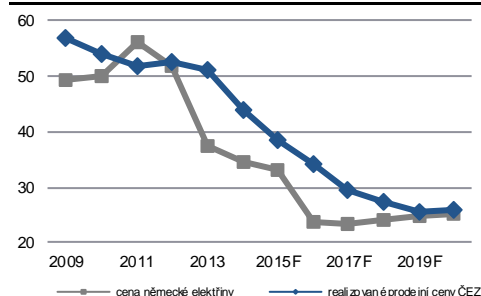
Očekáváme, že realizované prodejní ceny ČEZ budou v letech 2016-18 pokračovat v poklesu. ČEZ své prodejní ceny zajišťuje s předstihem, a proto se vývoj cen na burze do výsledků ČEZ promítá se zpožděním. Společnost například ke konci loňského října měla zajištěny ceny pro přibližně 85 % očekávané produkce letošního roku v průměru za 35 EUR/MWh, 56 % produkce roku 2017 za 33 EUR/MWh a asi čtvrtinu očekávané výroby roku 2018 za 34,5 EUR/MWh. Je patrné, že bude trvat několik let, než se průměrné prodejní ceny přizpůsobí současným tržním cenám elektřiny. Nyní předpovídáme, že v letech 2019-20 se realizované prodejní ceny stabilizují na úrovni 25-26 EUR/MWh.

Výroba elektřiny ČEZ



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prodejní ceny ČEZ (EUR/MWh)



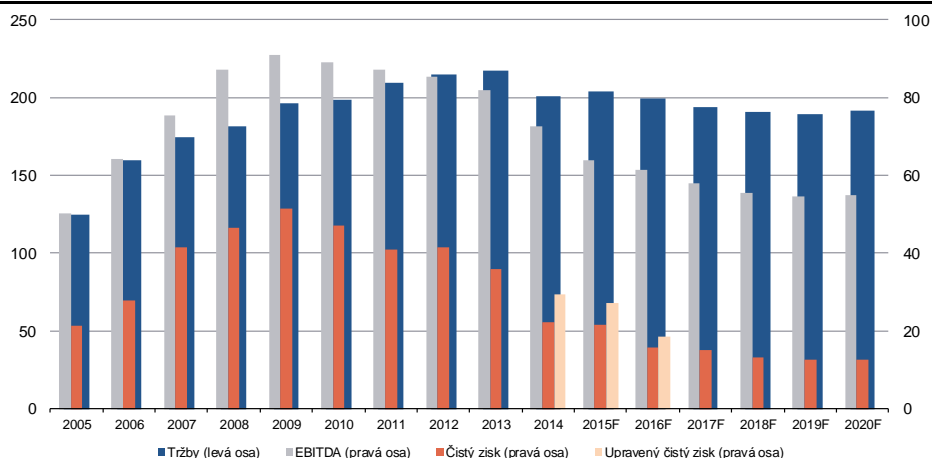
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Prognózy výsledků hospodaření

Dlouhodobý klesající trend zisků ČEZ podle nás skončí nejdříve v letech 2018-19.

Upravili jsme naše prognózy, které nyní zohledňují aktuální výhled pro ceny elektřiny. V souladu s naší předpovědí prodejních cen **odhadujeme, že dlouhodobý klesající trend zisků ČEZ skončí nejdříve v letech 2018-19.** V roce 2016 by se měl čistý zisk prudce zhoršit v důsledku kombinace nižší provozní ziskovosti (efekt snížených cen elektřiny), rostoucích odpisů (následek vysokých investic do dlouhodobých aktiv předchozích letech) a úrokových nákladů (za tím bude stát hlavně fakt, že úroky spojené s investicemi do uhelných elektráren Ledvice a Prunéřov již nebudou kapitalizovány).

Odhady výsledků ČEZ (mln. Kč)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cash flow a dividendy

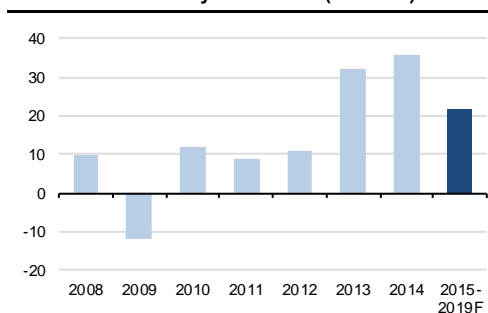
Snížené Investiční výdaje by měly umožnit silnou tvorbu hotovosti.

Investiční výdaje ČEZ by měly od letošního roku výrazně klesnout. Firma pro roky 2016-2020 předpokládá v průměru o 30 % nižší investice než loni (tento výhled by již zahrnut do prognóz v naší předchozí analýze). **Snížené investice by měly umožnit silnou tvorbu cash flow** navzdory tlaku nízkých cen elektřiny na provozní ziskovost. V prosincové prezentaci pro investory ČEZ nově uvedl střednědobý výhled pro volný cash flow, který firma definuje jako provozní cash flow mínus investiční výdaje (viz graf níže vlevo). Odhadovaný průměr 22 mld. Kč v letech 2015-19 odpovídá vysokým 41 Kč na akcii ročně. Naše současné odhady jsou nižší (v daném období v průměru 18,5 mld. Kč), protože odhadované ceny elektřiny mezitím značně poklesly. Nicméně i tento odhad by znamenal velmi dobrou tvorbu hotovosti (volný cash flow v průměru 35 Kč na akcii ročně).

Výrazně jsme snížili naše odhady dividend.

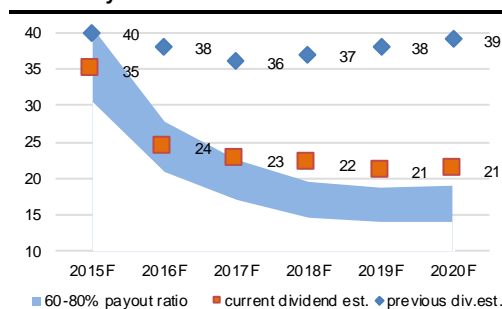
V souladu s revizí našich prognóz zisků jsme také výrazně snížili odhady dividend, jak ukazuje graf níže vpravo. Ačkoliv podle našich výpočtů by ČEZ ze své tvorby cash flow mohl pokrýt velmi atraktivní dividendy okolo 35 Kč na akcii ročně, mohlo by to vést k příliš velkému růstu ukazatele zadlužení. Naše aktualizované odhady předpokládají snahu o stabilní poměr čistého dluhu k EBITDA v blízkosti 2,5x (ke konci roku 2015 očekáváme 2,4x). Navzdory tomuto omezení odhadujeme, že dividendy by měly přesahovat 20 Kč na akcii ročně, a to za předpokladu postupného zvýšení výplatního poměru ze současných 60-80 % na 90 % ze zisku.

Odhad ČEZ – volný cash flow (mld. Kč)



Zdroj: ČEZ

Dividendy ČEZ



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpovídáme dividendu ze zisku roku 2015 ve výši 35 Kč na akcii.

Návrh na dividendu ze zisku roku 2015 by měl být oznámen mezi březnem a květnem (loni k tomu došlo 12. května společně se zveřejněním výsledků hospodaření za Q1). Vzhledem k současné dividendové politice a předpovědi managementu pro čistý zisk by se měla dividendy pohybovat přibližně v pásmu 30-40 Kč na akcii. Naše současná předpověď je 35 Kč na akcii, což by znamenalo 12,5% pokles z loňských 40 Kč na akcii. Výše návrhu dividendy by mohla být důležitým indikátorem toho, zda ČEZ (a především jeho akcionáři) bude preferovat rozdělení většiny volného cash flow anebo raději stabilitu ukazatele zadlužení.

Ocenění

Sektorové srovnání

Akcie ČEZ by měly nabízet nadprůměrný dividendový výnos.

Jako obvykle jsme prozkoumali také srovnání ocenění ČEZ s významnými západoevropskými a polskými elektrárenskými společnostmi. V současné době je ale podle našeho názoru vypovídací hodnota sektorového srovnání relativně nízká, protože většina konsensuálních odhadů by mohla být kvůli propadu cen komodit nadsazena. Tak jako tak se ale zdá, že **akcie ČEZ pravděpodobně budou nabízet nadprůměrný dividendový výnos**. To by mělo platit i pokud vezmeme v potaz naše snížení odhadů dividend.

Sektorové srovnání (aktuální násobky)

společnost	P/E			div.výnos (%)			EV/EBITDA		
	2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e
E.ON SE	10,1	10,7	10,5	6,2	6,1	6,2	3,2	3,5	3,5
EDF	5,0	5,9	7,1	11,9	10,6	9,2	2,6	2,7	2,8
ENDESA SA	14,5	13,4	14,0	6,9	7,4	7,3	6,7	6,6	6,7
ENEL SPA	10,8	11,1	10,3	4,7	5,2	5,8	6,2	6,4	6,2
EVN AG	11,6	11,2	10,8	4,2	4,3	4,6	6,2	6,1	6,1
FORTUM OYJ	17,2	17,8	17,3	7,9	7,2	7,3	7,6	7,8	7,3
ENGIE	12,0	10,8	10,5	7,5	7,6	7,5	5,5	5,4	5,2
IBERDROLA SA	15,7	14,7	14,1	4,6	4,8	4,9	8,6	8,1	7,8
RWE AG	6,0	10,2	9,5	5,8	5,2	5,1	3,0	3,3	3,3
VERBUND AG	14,0	17,2	17,6	3,6	2,9	2,8	8,3	9,2	9,6
medián západní Evropa	11,8	11,1	10,6	6,0	5,6	6,0	6,2	6,2	6,1
PGE SA	65,6	8,5	9,5	6,0	5,3	4,7	3,3	3,7	3,8
ENERGA SA	6,8	8,8	8,5	9,6	8,4	7,2	4,4	4,8	4,7
ENEA SA	4,7	7,3	7,0	4,9	4,8	4,7	3,0	3,1	3,0
TAURON POLSKA ENERGIA SA	3,8	6,0	6,4	5,4	4,2	4,1	3,3	3,7	3,6
ČEZ konsensus	7,8	9,4	10,2	10,2	8,5	7,3	4,8	5,0	5,3
ČEZ odhad KB	9,2	12,6	13,1	9,5	6,6	6,1	5,4	5,7	5,9
sektorový medián*	10,8	10,7	10,3	6,0	5,3	5,8	4,8	5,0	5,2
prémie (kons.odhad proti sektoru)	-28%	-12%	-2%	-41%	-38%	-20%	0%	0%	1%
prémie (odhad KB proti sektoru)	-15%	18%	26%	-37%	-20%	-5%	12%	13%	14%

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

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 420 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2020, jehož hlavní parametry a výstupy ukazuje tabulka na následující straně. Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 442 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 %-130 % fair value.

- **Sektorová atraktivita (-5 %):** Doporučení SG pro evropský elektrárenský sektor zůstává „snížit váhu“, a proto tento faktor ponecháváme na -5 %.
- **Atraktivita společnosti (0 %):** Akcie nabízí nadprůměrnou likviditu, jejich atraktivitu naopak snižuje několik problémů jako např. riziko dalších nepříznivých zásahů regulátorů v balkánských zemích.
- **Spekulativní potenciál (+0 %):** Vzhledem k vývoji cen komodit pochopitelně existuje velké riziko podstatného snížení konsensuálních odhadů zisků ČEZ. Domníváme se však, že tento nepříznivý vývoj je již zahrnut v ceně akcií.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili cílovou cenu pro akcie ČEZ na 420 CZK (fair value minus 5 %). Hlavním důvodem snížení cílové ceny z předchozích 608 CZK

za kus bylo zhoršení výhledu pro ceny elektřiny; nové prognózy SG jsou přibližně 25 % pod odhady, se kterými počítala naše poslední analýza akcií ČEZ ze září 2015.

Ocenění akcií ČEZ

Kalkulace požadované výnosové míry	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
bezriziková sazba	0,8%	1,8%	2,7%	2,7%	2,7%
beta	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
riziková premie	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
náklady vlastního kapitálu	6,5%	7,5%	8,4%	8,4%	8,4%
váha dluhu	43%	42%	41%	41%	40%
náklady dluhu (po dani)	3,1%	3,8%	4,6%	4,6%	4,6%
WACC (vážené náklady kapitálu)	5,03%	5,93%	6,84%	6,87%	6,89%
průměrné WACC					6,31%
ocenění modelem DCF (mld.Kč)	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
provozní zisk	27,7	24,0	21,8	20,7	20,9
- daně	-5,8	-5,0	-4,6	-4,4	-4,4
NOPLAT	21,9	19,0	17,2	16,4	16,5
+ odpisy	31,8	31,9	31,9	31,8	31,8
- kapitálové investice	-27,0	-25,7	-25,5	-26,5	-27,0
+/- změna pracovního kapitálu	-2,6	-1,4	-0,9	-0,9	-1,2
FCFF (volný cash flow)	24,1	23,8	22,7	20,7	20,1
cena / volný cash flow	8,2	8,3	8,7	9,5	9,8
současná hodnota volného cash flow	23,0	21,4	19,1	16,3	14,8
současná hodnota cash flow do r.2020	94,6				
Současná hodnota cash flow po r.2020	291,9				
čistý dluh	-150,7				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	235,9				
počet akcií (mil.)	534,1				
fair value (Kč na akcii)	442				
cílová cena (Kč na akcii)	420				

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Citlivost cílové ceny na změnu parametrů

	Dlouhodobá míra růstu (vlevo) a diskontní sazba (nahore)					Ceny elektřiny (dlouhodobá nahore, krátkodobá vlevo)				
	5,8%	6,1%	6,3%	6,6%	6,8%	20	22	25	27	30
0,5%	382	353	326	302	279	20	207	290	372	455
1,0%	434	400	368	340	314	22	232	314	396	478
1,5%	499	457	420	386	356	24	256	338	420	501
2,0%	580	528	483	442	406	26	280	362	443	523
2,5%	686	620	562	512	467	28	304	385	466	545

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Akcie ČEZ jsou výrazně ovlivněny vývojem cen elektřiny na evropských trzích.** Významné odchýlení cen německé elektřiny od našich prognóz může způsobit odlišný vývoj zisků ČEZ, než nyní předpokládáme.
- **Ziskové marže ČEZ mohou v dlouhodobém horizontu klesnout více, než nyní očekáváme.** Po revizi našich prognóz nyní v následujících letech očekáváme marže EBITDA okolo 29-30 %, což však stále může být příliš optimistický odhad.
- **ČEZ musí obnovovat své výrobní portfolio,** což může vyžadovat vysoké kapitálové investice. V našich prognózách nepočítáme s rozšířením českých jaderných elektráren; provedení takové investice bez státní garance by při aktuálních prognózách budoucích cen elektřiny mohlo mít silně negativní dopad na naše ocenění.
- **Energetický sektor je regulován.** Fiskální problémy v mnoha evropských zemích v posledních letech vedly k vyššímu daňovému zatížení a obdobný vývoj nelze vyloučit v budoucnosti. Velkým rizikem je i omezování podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů (např. v Rumunsku).
- **Potenciální zvýšení podnikových daní v ČR.** Zavedení sektorové daně zvažované před posledními parlamentními volbami v ČR se aktuálně zdá být nepravděpodobné, vzrůst daňové sazby pro podniky ale do budoucna nelze vyloučit.
- **Vývoj měnových kurzů.** Pro ČEZ by bylo negativní zejména posílení české koruny oproti euru, protože české ceny elektřiny jsou odvozeny od eurových německých cen. Očekáváme, že Česká národní banka opustí intervenční režim v Q1 17 a kurz CZK/EUR dosáhne v roce 2018 úrovně 25,0 oproti současnému kurzu v blízkosti 27,0 CZK/EUR.
- **Akvizice.** Případné akvizice nejsou zahrnuty v našich prognózách. Mezi hlavní možné dopady patří zvýšení konsolidovaných zisků ČEZ, ale i značné zvýšení čistého dluhu. Velké akvizice mohou mít pozitivní i negativní vliv na naši cílovou cenu a doporučení v závislosti na parametrech transakce (hlavně nákupní cena).

Finanční údaje ČEZ

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Ocenění							
P/E (x)	4,8	5,5	8,8	9,2	12,6	13,1	15,1
Price/cash flow (x)	2,9	3,1	3,9	3,9	4,2	4,2	4,4
Price/free cash flow (x)	30,9	5,2	11,6	19,7	8,5	7,6	8,0
Price/book value (x)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/výnosy (x)	1,9	1,8	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA (x)	4,2	4,3	4,7	5,4	5,7	5,9	6,1
Dividendový výnos, brutto (%)	10,8	10,8	10,8	9,5	6,6	6,1	6,0
Údaje v přepočtu na akcii (CZK)							
EPS (upr.)	77,6	67,2	41,9	40,2	29,4	28,3	24,5
Amortizace goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow	129,2	119,4	93,8	93,7	89,0	88,0	84,2
Vlastní kapitál (book value)	468,5	468,5	489,2	489,5	483,9	487,9	489,7
Hrubá dividendy	40,0	40,0	40,0	35,0	24,3	22,6	22,0
Výkaz zisků a ztrát (CZK)							
Výnosy	215 095	216 988	200 657	204 374	199 418	193 938	190 697
EBITDA	85 509	82 061	72 676	63 948	61 421	57 888	55 661
Depreciace a amortizace	-27 578	-27 902	-27 705	-28 578	-31 821	-31 897	-31 861
Provozní výsledek	57 931	54 159	44 971	35 370	29 600	25 991	23 800
Amortizace goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Čistý úrokový výnos	-2 573	-3 127	-3 042	-2 453	-5 632	-5 552	-5 518
Mimořádné neprovozní položky	0	-3 719	-7 952	-7 200	-3 600	0	0
Daň z příjmu	-10 804	-9 199	-6 224	-4 947	-4 173	-4 018	-3 476
Menšinové podíly	1 276	679	-29	59	30	15	13
Jiné	0	0	0	0	0	0	0
Vykázaný čistý zisk	41 429	35 886	22 403	21 482	15 729	15 131	13 089
Upravený čistý zisk (bez mimořádných položek a GW)	41 429	38 926	29 484	27 182	15 729	15 131	13 089
Peněžní toky (CZK)							
Provozní CF	71 785	63 616	51 699	52 398	46 220	46 966	45 400
Čisté kapitálové výdaje	-60 495	-27 437	-34 958	-37 936	-26 962	-25 672	-25 479
Investiční CF	-51 410	-27 732	-29 506	-40 404	-27 368	-26 086	-25 901
CF z financování	-17 919	-21 365	-30 126	-32 561	-13 005	-17 093	-16 768
Čistá změna hotovosti	2 456	14 519	-7 933	-20 567	5 847	3 788	2 731
Rozvahové položky (CZK)							
Dlouhodobá aktiva	494 147	493 977	495 778	507 604	503 151	497 340	491 380
Z toho nehmotná aktiva	21 604	21 507	20 611	20 293	20 699	21 113	21 535
Pracovní kapitál	57 218	57 143	49 663	48 829	49 639	49 061	48 649
Vlastní kapitál	250 235	250 235	261 308	261 425	258 460	260 585	261 581
Menšinové podíly	3 984	3 658	4 543	4 484	4 454	4 439	4 426
Rezervy	64 243	64 225	67 911	71 534	72 497	73 479	74 481
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-161 062	-156 467	-147 201	-150 657	-152 424	-146 514	-141 111

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poměrové ukazatele ČEZ

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Ziskovost							
ROIC (%)	10,7	8,1	6,6	5,0	4,6	4,7	4,4
ROE (%)	17,4	14,3	8,8	8,2	6,1	5,8	5,0
Marže							
Hrubá marže (%)	59,3	57,2	55,8	50,7	50,3	49,9	50,1
EBITDA marže (%)	39,8	37,8	36,2	31,3	30,8	29,8	29,2
Provozní marže (%)	26,9	25,0	22,4	17,3	14,8	13,4	12,5
Dynamika							
Růst výnosů (%)	2,5	0,9	-7,5	1,9	-2,4	-2,7	-1,7
Růst EBITDA (%)	-2,1	-4,0	-11,4	-12,0	-4,0	-5,8	-3,8
Růst provozního zisku (%)	-5,9	-6,5	-17,0	-21,4	-16,3	-12,2	-8,4
Růst vykázaného čistého zisku (%)	1,7	-13,4	-37,6	-4,1	-26,8	-3,8	-13,5
Růst upraveného čistého zisku (%)	1,7	-6,0	-24,3	-7,8	-42,1	-3,8	-13,5
Financování							
Čistý dluh/vlastní kapitál	54,1	54,1	47,7	51,2	51,8	48,3	45,3
Úrokové krytí (x)	13,4	11,9	12,3	12,4	5,0	4,4	4,1
Výplatní poměr (%)	51,6	59,5	95,4	87,0	82,7	79,9	89,9

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu
Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
 (420) 222 008 569
 jan_vejmelek@kb.cz

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

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

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

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

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

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

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

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

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

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

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

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

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

SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SG CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

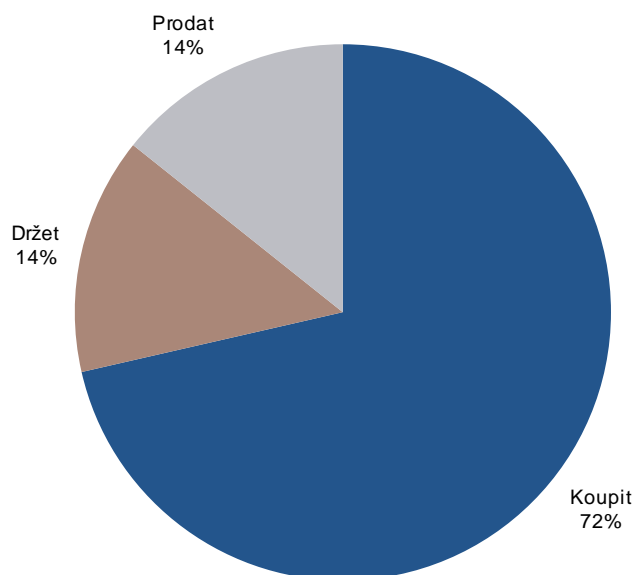
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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

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

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

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 12. únoru 2016)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	VIG
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*									
Doporučení	koupit	koupit	držet	koupit	prodat	koupit	konec pokrývání n/a	koupit	konec pokrývání n/a
Cílová cena	CZK 420	CZK 251	USD 2,5	CZK 11890	-	CZK 800		CZK 79	
Datum	12/2/16	12/11/15	12/8/15	2/9/15	11/12/15	3/12/15	23/4/15	28/8/15	16/4/15
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	v revizi			prodat	prodat		v revizi	koupit
Cílová cena	CZK 608	v revizi			v revizi	CZK 819		v revizi	EUR 42,3
Datum	18/9/15	1/6/15			13/5/15	11/9/15		27/8/15	21/1/15
Doporučení	koupit	prodat				v revizi		prodat	
Cílová cena	CZK 719	-				v revizi		CZK 90	
Datum	25/3/15	26/3/15				27/8/15		22/5/15	
Doporučení		prodat				držet		prodat	
Cílová cena		-				CZK 792		v revizi	
Datum		10/3/15				21/5/15		8/4/15	
Doporučení									
Cílová cena									
Datum									
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
významný finanční zájem osoby/osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ano	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty									
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem,	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny,								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making** pro tituly příslušného emitenta,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje 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 nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

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

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

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

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

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

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

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

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