

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

Zvyšujeme doporučení na *Koupit* a cílovou cenu na 542 CZK

Koupit

Cena 20.09.17	435 CZK
12m cíl	542 CZK
Pot. růst ceny	24,6 %
Dividenda	35 CZK
Celkový výnos	32,6 %

Sektorové doporučení
Snížit váhu

Typ investice

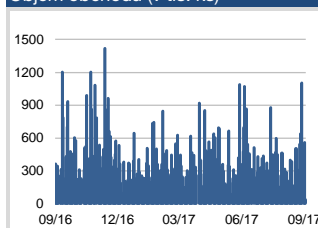
Expozice vůči cenám komodit	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Hlavními argumenty pro změnu našeho doporučení na *Koupit* a zvýšení cílové ceny na 542 CZK za akcii je zlepšující se využití jaderných zdrojů společnosti, růst cen silové elektřiny podpořený vyššími cenami uhlí a odlepení emisních povolenek CO₂ od 5 EUR/t. V dlouhodobém horizontu pak vidíme potenciál pro růst cen díky snižování výrobních kapacit konvenčních zdrojů v Německu po 2020. V krátkodobém horizontu jsou pak hospodářské výsledky společnosti navíc podporovány výraznými jednorázovými vlivy, které částečně kompenzují propad EBITDA. Jednorázové prodeje majetku a finančních aktiv umožnily managementu společnosti zvýšit odhad čistého zisku pro letošní rok na 19 mld. CZK. Akcie společnosti jsou podle nás vůči ostatním evropským utilitám mírně podhodnocené. V kombinaci se zvýšením výplatního poměru na 100 % čistého zisku budou podle nás akcie ČEZ pokračovat v atraktivním dividendovém výnosu. Proti růstu cílové ceny působilo zvýšení vážených nákladů na kapitál, které vzrostly z 5,5 % na 5,8 % především díky nárůstu bezrizikové sazby a mírnému zvýšení nákladů dluhu.

Fakta/Dopady: 1) Díky zásadnímu snížení odstávek v jaderné elektrárně Temelín očekáváme výrazný nárůst produkce jaderných bloků především v letošním roce, kdy předpokládáme zvýšení výroby na 29 TWh z loňských 24 TWh. V dalších letech by měla být výroba z jádra dále podpořena snížením odstávek v jaderné elektrárně Dukovany. 2) Především díky růstu cen uhlí vystoupala cena silové elektřiny od první poloviny loňského roku z 20 EUR/MWh k současným 35 EUR/MWh. Přestože se vývoj cen elektřiny promítá do hospodaření společnosti díky zajišťování prodeje s prodlevou 1-3 roky, cena akcií ČEZ historicky úzce koreluje s cenou elektřiny. Rostoucí cena silové elektřiny, která od léta přidala 15 % oproti 5% růstu akcií společnosti, tak podle nás začíná vytvářet potenciál pro růst cen akcií společnosti i v krátkodobém horizontu. 3) Prodej akcií MOL, bytového komplexu v Praze nebo vypořádání žalob se SŽDC a albánskou vládou mohou společnosti letos přinést jednorázové příjmy přes 7 mld. CZK a výrazně tak podpořit čistý zisk a výplatu dividend, kterou očekáváme na úrovni 35 CZK na akcii.

Hlavní rizika: Pokles cen silové elektřiny, výrobní problémy především na jaderných zdrojích, vyšší než očekávané investice, méně štedrá dividendová politika.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za Q3 17 budou zveřejněny 7. listopadu.

Data o akciích

RIC CEZsp.PR	Bloom	CEZ CP
52týdenní rozmezí	392,8	- 473,1
Tržní kap. (mld. CZK)	233,1	
Tržní kap. (mld. EUR)	8,9	
Volně obchod. (%)	30	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	2,9	-2,7 1,6
Relativně k PX	1,5	-7,1 -16,0

Zdroj: Bloomberg

Finanční údaje

	2016	2017e	2018e	2019e
Tržby (mld. CZK)	203,7	202,9	206,9	209,9
Provozní marže (%)	28,6	27,0	27,0	27,8
Čistý zisk (mld. CZK)	14,3	19,5	14,8	16,5
Zisk na akcii (CZK)	26,7	36,6	27,7	30,8
Dividenda na akcii (CZK)	33,0	37,0	28,0	25,0
Úrokové krytí (x)	9,5	5,7	6,7	7,1
Výplatní poměr (%)	91,4	100,4	100,2	81,1
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	61,0	49,4	51,5	50,5

Ukazatele

	2016e	2017e	2018e	2019e
P/E (x)	16,0	11,7	15,4	13,9
Cena/volný cash flow	7,6	23,3	11,4	11,4
Dividendový výnos (%)	7,7	8,7	6,6	5,9
P/účetní hodnota (x)	0,9	0,9	0,9	0,9
P/tržby (x)	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/tržby (x)	2,2	2,1	2,1	2,0
EV/EBITDA (x)	6,6	6,6	6,4	6,1
EV/IC (x)	1,0	1,0	1,0	1,0

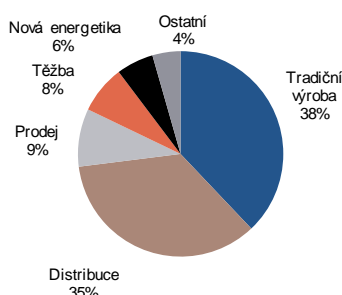
Poslední analýza:

http://bit.ly/CEZ_Analyza<http://bit.ly/CEZ2Q17>SOCIETE
GENERALE
GROUPRichard Míráský
(420) 222 008 560
richard_miratsky@kb.cz

Základní údaje o ČEZ

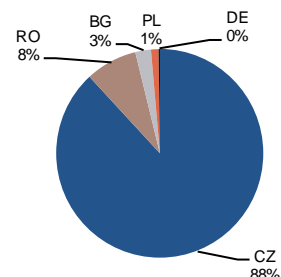
ČEZ je vertikálně integrovaná elektrárenská společnost, většinu zisků dosahuje v České republice.

EBITDA podle segmentů (2016)

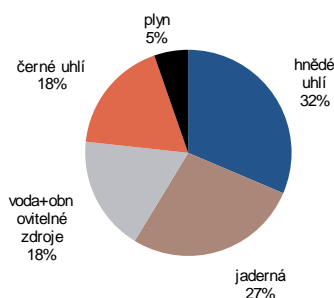


Zdroj: ČEZ

EBITDA podle regionů (2016)

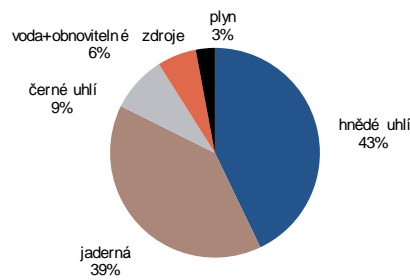


Instalovaná kapacita podle paliva (2016)



Zdroj: ČEZ

Výroba elektřiny podle paliva (2016)



Letošní hospodaření ČEZ

Výsledky hospodaření za Q2/H1 17

Výrazný nárůst čistého zisku v druhém čtvrtletí přinesly jednorázové prodeje.

Výsledky za druhé čtvrtletí naplnily očekávání mírně rostoucích tržeb a poklesu EBITDA. Výrazný nárůst čistého zisku na 8 mld. CZK přinesly především jednorázové výnosy z prodeje akcií MOL a bytového fondu v pražské Písnici (celý komentář k výsledkům Q2 17 zde <http://bit.ly/CEZ2Q17>).

Dvouprocentní růst tržeb společnosti v druhém čtvrtletí byl způsoben především nárůstem výroby z obnovitelných zdrojů, vyššími tržbami z prodeje tepla a plynu a zaúčtováním prodeje bytů do ostatních provozních výnosů. Akvizice větrných elektráren v Německu na konci roku 2016 a nárůsty výroby ve větrných parcích v Rumunsku napomohly 20% zvýšení výroby z obnovitelných zdrojů v prvním pololetí. Růst prodejů koncovým zákazníkům naplnil naše očekávání, když prodej zemního plynu v prvním pololetí meziročně vzrostl o 28 %. EBITDA v Q2 klesla o 6 % na 12,3 mld. CZK. Hlavní příčinou byla klesající průměrná nasmlouvaná cena silové elektřiny, která přinesla nižší ziskovost výroby z tradičních zdrojů. Pokles mírně vyšší ziskovost výroby z obnovitelných zdrojů, těžby uhlí a prodejů koncovým zákazníkům. Výrazný nárůst čistého zisku, který v prvním pololetí dosáhl 17 mld. CZK, přinesly především jednorázové výnosy z prodeje akcií MOL a bytového fondu v pražské Písnici. Prodej akcií MOL vynesl společnosti 4,4 mld. CZK. Prodej bytového fondu pak navýšil čistý zisk o 1,1 mld. CZK. Naopak zařazení elektrárny Prunéřov do provozu zvýšilo odpisy o 0,8 mld. CZK a úrokové náklady o 0,7 mld. CZK, které byly předtím kapitalizovány.

Výsledky ČEZ za Q2 17

mld. Kč	Q2 16	Q2 17	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	47,02	48,10	2 %	49,06	46,88
EBITDA	13,09	12,30	-6 %	13,34	11,99
Provozní zisk	5,03	5,60	11 %	5,59	4,50
Čistý zisk	3,75	8,00	113 %	7,75	6,50
Upravený čistý zisk	4,81	8,20	70 %	8,25	6,61

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *průměrný odhad v průzkumu ČEZ mezi 12 analytiky

Výsledky ČEZ za H1 17

mld. Kč	H1 16	H1 17	změna
Tržby	98,90	100,90	2 %
EBITDA	33,10	31,30	-5 %
Provozní zisk	18,00	17,20	-4 %
Čistý zisk	13,80	16,70	21 %
Upravený čistý zisk	14,80	17,00	15 %

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výhled pro rok 2017

Pro rok 2017 očekáváme další snížení EBITDA, když vyšší nasazení jaderných zdrojů nedokáže plně kompenzovat negativní vliv poklesu průměrných nasmlouvaných cen elektřiny.

Společnost mírně (o 1 mld. CZK) zvýšila celoroční odhad EBITDA na 53 mld. CZK a výhled čistého zisku o 2 mld. CZK na 19 mld. CZK. Zvýšení výhledu celoroční EBITDA podle nás reflektuje očekávání vyššího využití jaderných zdrojů v druhém pololetí. Podle plánu odstávek by především ve čtvrtém kvartále měly obě jaderné elektrárny vyrábět na víceméně plný výkon. Vyšší nasazení jaderných zdrojů však bude pouze částečně kompenzovat negativní vliv poklesu průměrných nasmlouvaných cen elektřiny, a tak pro rok 2017 očekáváme další snížení EBITDA. Společnost oznámila zvýšení odhadu zisku pro rok 2017 na 19 mld. CZK poté, co čistý zisk za první pololetí dosáhl díky jednorázovým příjmům 17 mld. CZK, což byl původní výhled společnosti na celý rok. Vzhledem k tomu, že jeho naplnění by znamenalo tvorbu pouze 2 mld. CZK čistého zisku v druhém pololetí tohoto roku, očekáváme, že společnost v tomto roce překoná i podruhé zvýšený výhled čistého zisku. Při 100% výplatě upraveného čistého zisku by se pak mohla dividenda za rok 2017 vyšplhat nad 35 CZK na akcii.

Odhad letošních výsledků ČEZ

mld. Kč	H2 16	H2 17e	změna	2016	2017e	změna
Tržby	104,80	101,96	-3 %	203,70	202,86	0%
EBITDA	25,00	23,40	-6 %	58,10	54,70	-6%
Provozní zisk	8,10	4,94	-39 %	26,10	22,14	-15%
Čistý zisk	0,80	2,99	273 %	14,60	19,69	35%
Upravený čistý zisk	4,80	2,83	-41 %	19,60	19,83	1%

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V krátkodobém horizontu zvyšují zisk ČEZ jednorázové vlivy

Jednorázové prodeje by mohly v letošním roce přinést společnosti příjmy přes 7 mld. CZK.

Čistý zisk společnosti v letošním a pravděpodobně i příštím roce bude pozitivně ovlivněn jednorázovými položkami. Výsledky letošního roku nejvíce podpoří prodej akcií MOL, který společnosti přinesl 4,4 mld. CZK (více k dopadům transakce zde http://bit.ly/CEZ_MOL). Další podporou ziskovosti bude prodej bytového komplexu v Praze, který navýší čistý zisk o 1,1 mld. CZK. Navíc začátkem července byla řádně uhrazena další splátka albánského státu ve výši 21,1 mil. EUR. V rámci Dohody o narovnání s albánským státem bylo z celkové částky ve výši 95 mil. EUR uhrazeno již 73,9 mil. EUR. Zbývajících splátka ve výši 21,1 mil. EUR je splatná v roce 2018. Společnost dále očekává, že obdrží platbu 1,1 mld. CZK od SŽDC jako

náhradu neodebrané elektřiny z roku 2011. Jednorázové příjmy by tak mohly společnosti přinést přes 7 mld. CZK a výrazně tak podpořit čistý zisk a výplatu dividend.

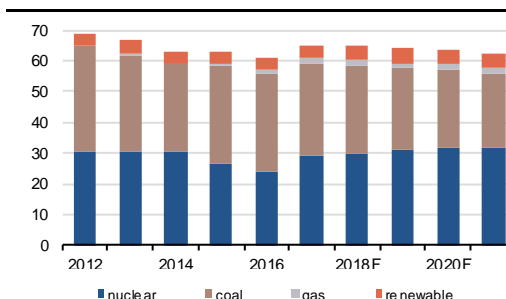
Dlouhodobé odhady

Výroba elektřiny a prodejní ceny

Výroba z uhlí v dlouhodobém horizontu výrazně poklesne.

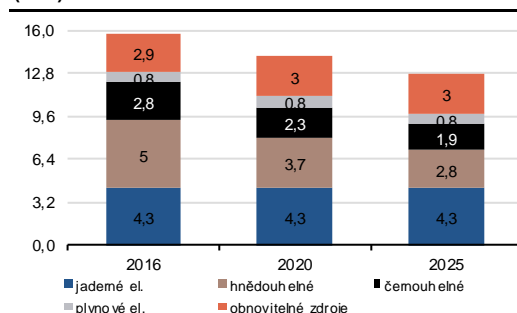
V dlouhodobém horizontu očekáváme normalizaci provozu jaderných elektráren a snížení odstávek na úroveň nezbytnou pro pravidelnou výměnu paliva a nezbytné opravy. Předpokládáme, že výroba v jaderných zdrojích příští rok dosáhne k 30 TWh a na této úrovni bude pokračovat i v horizontu následujících pěti let. Potenciální rozšiřování jaderných zdrojů vzhledem k velké míře nejistoty v naší analýze nezohledňujeme. V našich projekcích jsme naopak zohlednili plány společnosti na postupné snižování kapacity uhelných zdrojů. Do roku 2020 společnost očekává snížení kapacity hnědouhelných elektráren z 5 na 3,7 GW. Hlavní pokles výrobní kapacity je plánován u nerekonstruovaných zdrojů bez dostupnosti vlastního uhlí. Předpokládáme však, že negativní dopad na výrobu elektřiny z uhelných zdrojů bude částečně zmírněn výrobou v zrekonstruovaných a efektivnějších zdrojích s nižšími emisemi CO₂, jejichž kapacita vzroste z 1,6 na 2,2 GW po uvedení nové 660MW elektrárny Ledvice do plného provozu. V našich modelech neuvažujeme zásadní změny v produkci z plynových elektráren a obnovitelných zdrojů, jejichž kapacita i podle plánů společnosti zůstane víceméně na stávajících úrovních okolo 0,8 a 1,8 GW.

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Plánovaný vývoj struktury výrobních kapacit (GW)

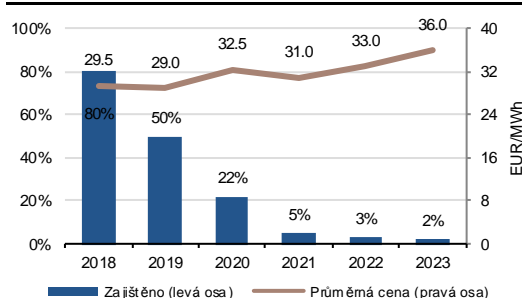


Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Současný růst cen silové elektřiny se začne do hospodaření ČEZ promítat až od roku 2019.

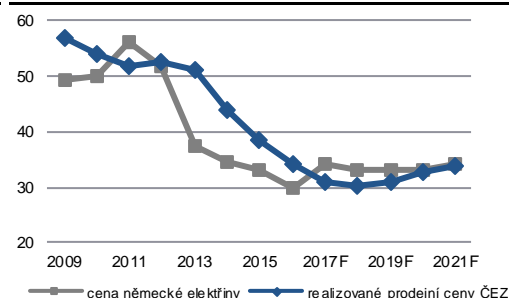
ČEZ své prodejní ceny zajišťuje s předstihem, a proto se vývoj cen na energetické burze promítá do finančních výsledků ČEZ se zpožděním. Cena německé elektřiny, s kterou cena české elektřiny blíže koreluje, za poslední dva měsíce vystoupala z 30 EUR/MWh na současných 36 EUR/MWh. ČEZ však podle našich odhadů letos prodával elektřinu přibližně za 31 EUR/MWh. Společnost má zajištěno více než 80 % očekávané produkce roku 2018 v průměru za 29,5 EUR/MWh a 50 % produkce 2019 za 29 EUR/MWh. Bude tak trvat minimálně rok a půl než se současný růst cen silové elektřiny promítne do průměrných prodejních cen a hospodaření společnosti. **Očekáváme, že současný růst cen silové elektřiny se začne do realizovaných prodejních cen ČEZ promítat až od roku 2019.** Vzhledem k tomu, že Société Générale v loňském roce přestala vydávat prognózy pro ceny uhlí a elektřiny, naše předpoklady cen komodit vychází z forwardových křivek a našich předpokladů vývoje energetického trhu.

Rozsah zajištění prodeje a průměrné ceny



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prodejní ceny ČEZ (EUR/MWh)



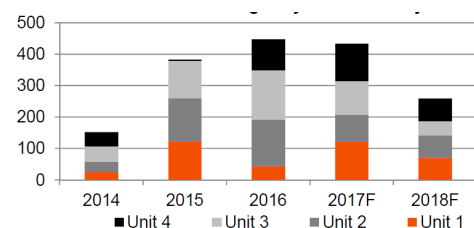
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka,

Vyšší využití jaderných bloků

Snížení odstávek jaderných zdrojů pozitivně ovlivní ziskovost.

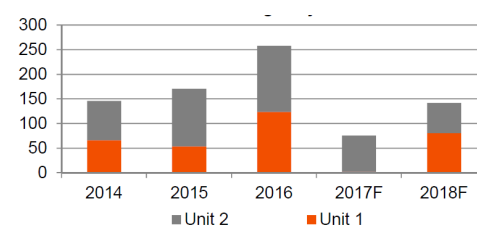
Po výrazných problémech s výrobou v jaderných elektrárnách v minulých dvou letech očekáváme nárůst produkce letos i v příštích letech. Největší podíl na očekávaném nárůstu produkce v letošním roce má výrazné zkrácení odstávek v jaderné elektrárně Temelín. Oproti loňskému roku, kdy temelínské bloky stály přes 253 dní, se v tom letošním odstávky snížily k 80 dnům. Elektrárna Dukovany v letošním roce ještě procházela testy svarů a tak její odstávky budou přibližně na stejné úrovni jako loni, kdy její čtyři bloky dohromady stály přes 400 dní. Společnost minulý víkend spustila čtvrtý blok dukovanské elektrárny. Mimo provoz zůstává již jen třetí ze čtyř bloků. V příštím roce by pak odstávky měly klesnout k 250 dnům a výrazně tak přispět k dalšímu zlepšení využití jaderných zdrojů a zvýšení výroby. Vzhledem k tomu, že jaderné elektrárny mají po obnovitelných zdrojích nejnižší provozní náklady, jejich vyšší využití přispěje k zlepšení ziskovosti.

Odstávky v Dukovanech (dny)



Zdroj: ČEZ

Odstávky v Temelíně (dny)



Zdroj: ČEZ

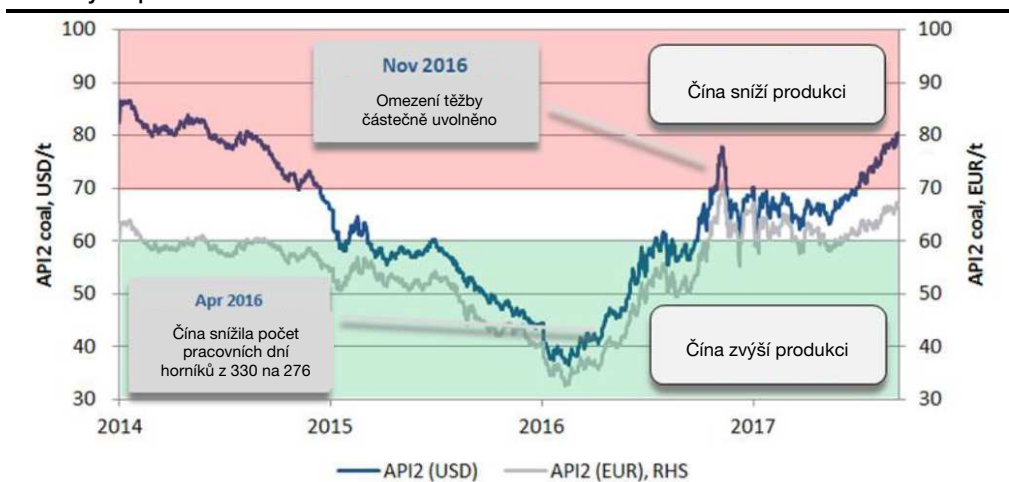
Růst cen silové elektřiny

Snížení těžby uhlí v Číně přineslo výrazný růst cen, které se promítly do růstu cen silové elektřiny.

Cena silové elektřiny od první poloviny loňského roku, kdy dosáhla svého historického minima těsně nad 20 EUR/MWh, posílila k současným 35 EUR/MWh. Forwardové ceny pro roky 2018 a 2019 se pak drží kolem nad 32 EUR/MWh. Nárůst cen elektřiny přinesla především posilující cena uhlí, která od loňského léta posílila z 57 na 78 USD/t. Hlavním důvodem růstu cen uhlí bylo omezení čínské těžby, která představuje téměř polovinu celosvětové produkce. Začátkem loňského roku nastavila čínská plánovací komise cenové koridory pro stabilizaci uhelného sektoru s cílem utlumení málo efektivních dolů a umožnění investiční stability pro efektivnější doly. Intervenční systém tak de facto vytvořil cenové dno pro světové ceny černého uhlí v okolí 60-65 USD/t. Předpokládáme však, že při růstu cen nad 85-90 USD/t by Čína opět přistoupila k zvyšování těžby. Vzniká tím tak podle nás cenový koridor 65-85 USD/t, v kterém

se světové ceny uhlí budou s největší pravděpodobností v nejbližší budoucnosti pohybovat a podporovat tak současnou zvýšenou cenu silové elektřiny.

Vliv Číny na produkci a cenu uhlí



Zdroj: Bloomberg

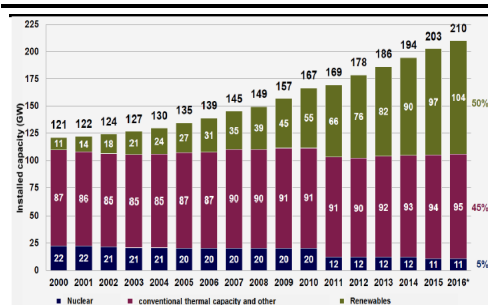
Reforma systému obchodování s povolenkami CO₂ může přinést růst cen povolenek, které ovlivňují ceny silové elektřiny.

Dalším významným faktorem ovlivňujícím ceny silové elektřiny jsou ceny povolenek CO₂. Ty se kvůli výraznému přebytku povolenek v obchodovacím systému ETS od ledna loňského roku pohybovaly v blízkosti 5 EUR/t, což je víceméně jejich technická nula a neměly na velkoobchodní cenu elektřiny vliv. V současné době probíhá reforma systému obchodování s povolenkami, která by měla současný přebytek povolenek v systému snížit a přispět k růstu cen povolenek. Tím by se měla obnovit motivační funkce systému pro investice do omezování jejich produkce. Růst cen povolenek by se současně měl promítnout i do vyšších cen silové elektřiny.

25% snížení konvenčních zdrojů v Německu do roku 2022 může přinést nedostatek výrobních kapacit a zvýšení velkoobchodních cen elektřiny.

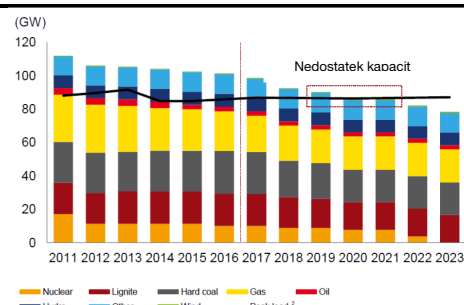
V střednědobém horizontu může cena elektřiny tlačit vzhůru i potenciální nedostatek konvenčních zdrojů v Německu, které plánuje do roku 2022 uzavřít veškeré jaderné zdroje o kapacitě 11 GW. Negativní vliv obnovitelných zdrojů na obchodování se silovou elektřinou a její cenu by pak mohl z německého trhu vytěsnit až 26 GW konvenčních zdrojů. Obnovitelné zdroje nejen svou kapacitou ale hlavně výrobou nemusí být schopny plně kompenzovat 25% snížení kapacity konvenčních zdrojů. To by mohlo přinést tlak na růst cen silové elektřiny ve středně až dlouhodobém horizontu.

Výrobní kapacita v Německu (GW)



Zdroj: BDEW

Výroba a spotřeba silové elektřiny v Německu

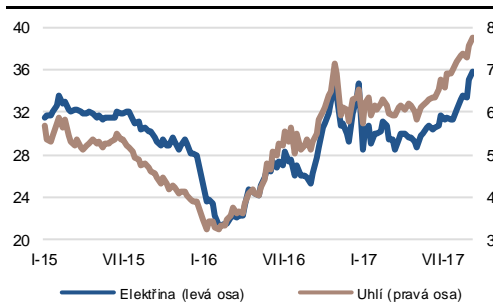


Zdroj: RWE

Ceny akcií společnosti zaostávají za nedávným růstem cen silové elektřiny.

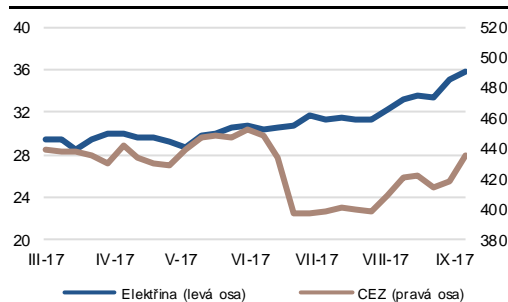
Přestože se změna cen silové elektřiny promítá do finančních výsledků ČEZu kvůli zajišťování prodejních cen s prodlevou, akcie společnosti historicky výrazně korelují s vývojem cen silové elektřiny. Od června, kdy společnost vyplatila dividendu a cena akcií klesla z 450 k 400 CZK, cena silové elektřiny posílila o 20 % z 30 na 36 EUR/MWh, zatímco cena akcií společnosti zpevnila pouze o 10 % ze 400 na 435 CZK. Rostoucí ceny silové elektřiny tak podle nás začínají vytvářet potenciál pro růst cen akcií společnosti.

Ceny silové elektřiny a uhlí (EUR/MWh, USD/t)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj cen silové elektřiny a akcií ČEZ (EUR/MWh, CZK)



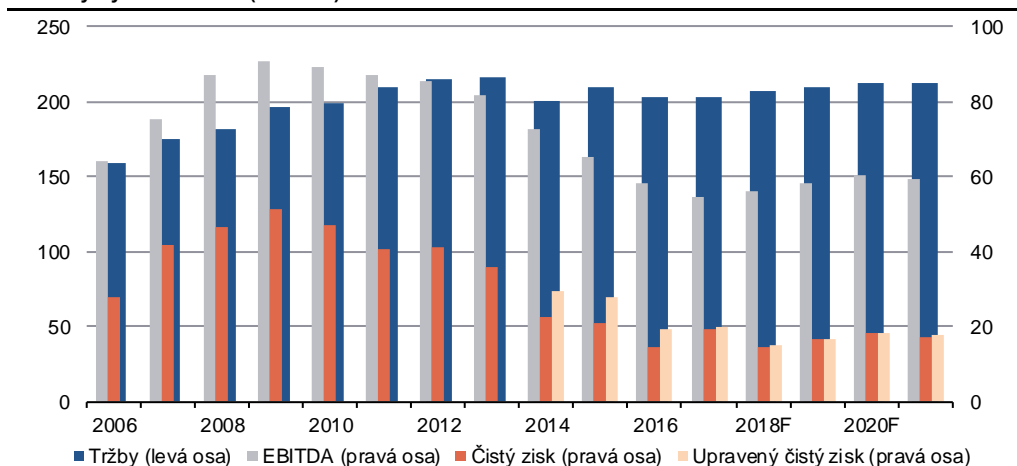
Zdroj: Bloomberg

Prognózy výsledků hospodaření

Oproti předchozí analýze očekáváme mírné posílení ziskovosti na úrovni EBITDA.

Naše prognózy jsme upravili v souladu s očekáváním vyšších cen silové elektřiny a lepšího využití jaderných zdrojů, díky kterým předpokládáme mírný nárůst budoucích tržeb, které by se měly udržet nad 200 mld. CZK. Oproti předchozí analýze pak očekáváme mírné posílení ziskovosti na úrovni EBITDA, která by se mohla pohybovat mezi 55 a 60 mld. CZK. Do dlouhodobých projekcí nezahrnujeme jednorázové vlivy potenciálních prodejů aktiv jako bulharské distribuce, tureckých aktiv nebo elektrárny Počerady. Proto oproti letošnímu předpokladu 19 mld. CZK v dalších letech čistý zisk klesne. Nicméně v dlouhodobém horizontu odhadujeme, že se čistý zisk bude pohybovat v rozmezí 15-17 mld. CZK. Neočekáváme návrat ziskovosti na úroveň z druhé poloviny první dekády tohoto tisíciletí, kdy se ceny silové elektřiny pohybovaly výrazně nad 50 EUR/MWh. Nicméně i mírné posílení ziskovosti, na rozdíl od poklesu ziskovosti, kterou jsme předpokládali v předchozí analýze z konce minulého roku, přineslo nárůst cílové ceny na 542 CZK za akcii.

Odhady výsledků ČEZ (mld. Kč)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dividendy

I přes 100% výplatu zisků očekáváme od příštího roku postupný pokles dividend.

Dividendová politika ČEZ byla velkým tématem letošního roku. Klesající ziskovost společnosti zřetelně indikovala výrazně nižší budoucí dividendy v případě zachování výplatního poměru 60-80 %. Vzhledem k tomu, že dividendy ČEZu jsou důležitou součástí státního rozpočtu, má stát jako majoritní vlastník zájem na udržení vysoké dividendy. To bylo zřejmé i z letošního tlaku ministerstva financí na udržení výše výplaty z minulých let na úrovni 40 CZK na akcii. Management společnosti následně oznámil spolu s výsledky za první kvartál i dočasné zvýšení horní hranice výplatního poměru v následujících dvou letech z 80 % na 100 %. Z čistého zisku roku 2016, upraveného o jednorázové odpisy majetku a goodwillu, pak valná hromada společnosti schválila výplatu 33 CZK na akcii, což představovalo výplatní poměr 93 %. V naší analýze vycházíme z předpokladu, že zvýšený 100% výplatní poměr bude udržen i v příštích dvou letech. Vzhledem k výraznému navýšení čistého zisku v letošním roce díky jednorázovým položkám a zachování 100% výplatního poměru očekáváme zvýšení dividendy v příštím roce na 35 CZK na akcii. V dalších letech pak bude absolutní hodnota dividendy výrazně klesat, a to jak z důvodu poklesu zisku, tak kvůli snížení výplatního poměru. I přes pokles vyplácené dividendy zůstává dividendový výnos při současné ceně akcie na relativně atraktivních 6-8 %. V tomto našem hlavním scénáři by zadlužení ČEZ zůstalo víceméně na stejné úrovni a poměr čistého dluhu k EBITDA by se pohyboval okolo 2,3x.

Prodloužení 100% výplatního poměru by nepřineslo zásadní zvýšení zadluženosti.

Kapitálová struktura společnosti je podle nás dostatečně silná, aby snesla i prodloužení 100% dividendové výplaty na pět let bez významnějšího nárůstu zadlužení. Poměr čistého dluhu k EBITDA by se v takovém případě zvýšil pouze mírně k 2,5x. Většinový akcionář (český stát) by podle nás mohl prosadit i výplatu dividendy na úrovni z předešlých let, tedy 40 CZK na akcii. V takovém scénáři by ovšem ukazatel čistého dluhu k EBITDA rostl rychleji a během několika let by se mohl přiblížit hodnotě 3x, což by byla nadprůměrná úroveň v rámci sektoru.

Odhad dividend

CZK na akcii	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Zisk na akcii	36.8	27.9	31.0	33.9	32.7
Dividenda (hlavní scénář)	37.0	28.0	25.0	27.0	26.0
Čistý dluh/EBITDA (x)	2.4	2.4	2.3	2.2	2.3
Dividenda (100% výpl. poměr)	36.8	27.9	31.0	33.9	32.7
Čistý dluh/EBITDA (x)	2.4	2.4	2.3	2.3	2.5
Dividenda (40 CZK)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
Čistý dluh/EBITDA (x)	2.5	2.5	2.4	2.4	2.7

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění

Sektorové srovnání

Oproti sektoru poskytuje ČEZ nadprůměrný dividendový výnos.

Ve srovnání se západoevropskými energetickými společnostmi se akcie ČEZ nezdají být zásadně nadhodnocené a pohybují se spíše kolem mediánu. Z pohledu ukazatele EV/EBITDA se naopak zdají podhodnocené. Oproti polským energetikám, jejichž valuaci negativně ovlivňují politická a regulatorní rizika, se akcie ČEZ jeví jako výrazně nadhodnocené. V obou případech pak akcie ČEZ nabízí nadprůměrný dividendový výnos.

Sektorové srovnání (aktuální násobky)

Společnost	P/E			Div. Výnos			EV/EBITDA		
	aktuální	2017e	2018e	aktuální	2017e	2018e	aktuální	2017e	2018e
E.ON SE	59,4	14,6	14,3	2,3	4,4	5,7	4,3	3,9	3,9
EDF	13,2	15,3	13,9	2,4	7,5	6,4	3,9	4,6	4,3
ENDESA SA	16,7	15,8	14,9	6,6	6,9	7,5	8,3	7,8	7,6
ENEL SPA	19,9	14,4	12,9	5,1	4,7	5,7	7,5	7,3	7,0
EVN AG	11,6	11,7	12,2	3,2	3,3	3,4	6,1	5,8	6,3
FORTUM OYJ	37,7	23,2	21,5	6,8	6,8	6,8	13,6	11,3	11,0
ENGIE	15,2	14,3	14,1	7,0	4,9	5,2	10,7	6,3	6,3
IBERDROLA SA	15,4	15,3	14,3	4,5	6,8	5,4	9,7	9,4	8,5
RWE AG	n.a.	10,2	12,2	0,0	7,5	4,0	4,6	3,5	3,7
VERBUND AG	15,5	22,1	26,8	1,7	1,9	1,9	9,6	11,7	13,0
medián západní Evropa	15,5	15,0	14,2	3,8	5,8	5,5	7,9	6,8	6,7
PGE SA	7,1	8,8	8,3	0,0	5,1	4,2	4,3	4,6	4,4
ENERGA SA	7,6	8,1	7,1	n.a.	1,5	2,9	5,0	4,9	4,5
ENEA SA	7,1	6,4	5,6	1,9	2,3	2,6	5,3	5,0	4,3
TAURON	5,0	5,0	5,6	0,0	0,0	0,0	4,4	4,5	4,5
ČEZ (konsensus)	13,7	13,8	17,2	7,1	8,0	7,8	5,6	6,3	6,4
ČEZ (odhad KB)	16,0	11,7	15,4	7,7	8,7	6,6	6,6	6,6	6,5
sektorový medián	15,2	14,0	14,0	3,2	5,0	5,3	5,8	6,1	6,3
prémie (konsensus)	-10%	-2%	23%	121%	61%	48%	-4%	4%	2%
prémie (odhad KB)	5%	-17%	10%	140%	73%	24%	13%	9%	3%

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 542 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2021, jehož hlavní parametry a výstupy ukazuje tabulka na následující straně. Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 570 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 %):** Ceny silové elektřiny jsou v současné době v Evropě ovlivňovány celosvětovými cenami uhlí, které drží nahoře omezená čínská těžba. Ceny emisních povolenek, které se také promítají do cen elektřiny jsou naopak závislé na politických rozhodnutích Evropské unie o změnách systému ETS pro obchodování těchto povolenek. Obě oblasti se zatím vyvíjí směrem podporujícím naše nákupní doporučení, nicméně vzhledem k vysoké závislosti na politických rozhodnutích mohou doznat rychlých a výrazných změn a ovlivnit hospodaření společnosti. Prostor pro pozitivní překvapení vidíme spíše v oblasti dividendové politiky.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili cílovou cenu pro akcie ČEZ na 542 CZK (fair value mínus 5 %). Hlavním důvodem je pozitivní dopad růstu cen elektřiny, vyššího využití jaderných zdrojů s nízkými provozními náklady a jednorázových položek do krátkodobého i střednědobého hospodaření společnosti. Proti ještě vyššímu růstu cílové ceny působilo zvýšení vážených nákladů na kapitál oproti poslední analýze.

Ocenění akcií ČEZ

Kalkulace požadované výnosové míry	H2 17F	2018F	2019F	2020F	2021F	LT
bezriziková sazba	1.0%	1.4%	1.1%	1.4%	1.8%	1.8%
beta	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89
riziková prémie	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
náklady vlastního kapitálu	6.4%	6.8%	6.5%	6.8%	7.2%	7.2%
váha dluhu	36%	38%	37%	37%	38%	38%
náklady dluhu (po dani)	2.6%	3.4%	2.9%	3.2%	3.5%	3.5%
WACC (vážené náklady kapitálu)	5.03%	5.53%	5.18%	5.46%	5.80%	5.80%
ocenění modelem DCF (mld.Kč)	H2 17F	2018F	2019F	2020F	2021F	
provozní zisk	3.9	22.4	24.8	26.9	25.9	
- daně	-0.8	-4.7	-5.2	-5.7	-5.4	
NOPLAT	3.1	17.7	19.6	21.3	20.5	
+ odpisy	17.6	31.6	31.5	31.6	31.6	
- kapitálové investice	-19.7	-30.5	-32.5	-32.0	-30.0	
+/- změna pracovního kapitálu	-15.7	-0.7	-0.7	-0.7	-1.0	
FCFF (volný cash flow)	-14.8	18.1	18.0	20.2	21.1	
cena / volný cash flow	-15.4	12.6	12.7	11.3	10.8	
současná hodnota volného cash flow	-14.5	16.7	15.8	16.8	16.6	
současná hodnota cash flow do r.2021	51.5					
Současná hodnota cash flow po r.2021	381.1					
čistý dluh	-127.9					
odhad hodnoty vlastního kapitálu	304.7					
počet akcií (mil.)	534.1					
fair value (Kč na akcii)	570					
cílová cena (Kč na akcii)	542					

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)				
	5,3%	5,5%	5,8%	6,0%	6,3%	30	32	34	36	38
0,5%	467	436	409	383	360	29	344	442	540	638
1,0%	540	502	468	438	410	31	345	443	541	639
1,5%	633	585	542	504	470	33	346	444	542	640
2,0%	754	690	635	587	544	35	347	445	543	641
2,5%	917	830	756	693	637	37	348	446	544	642

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Akcie ČEZ jsou výrazně ovlivněny vývojem cen elektřiny na evropských trzích.** Významné odchýlení cen německé elektřiny od našich prognóz může způsobit odlišný vývoj zisků ČEZ, než nyní předpokládáme.
- **Ziskové marže ČEZ mohou v dlouhodobém horizontu klesnout více, než nyní očekáváme.** Námi očekávané marže EBITDA okolo 27-28 % stále mohou být příliš optimistickým odhadem.
- **ČEZ musí obnovovat své výrobní portfolio,** což může vyžadovat vysoké kapitálové investice. V našich prognózách nepočítáme s rozšířením českých jaderných elektráren; provedení takové investice bez státní garance by při aktuálních prognózách budoucích cen elektřiny mohlo mít silně negativní dopad na naše ocenění.
- **Energetický sektor je regulován a v některých teritoriích i pod politickým vlivem.** Nepříznivý vývoj regulačního prostředí a významné zásahy státu do regulace v balkánských zemích, ze kterých se společnost snaží odejít, jsou příkladem výrazných regulačních a politických rizik, která mohou významně ovlivnit hospodářské výsledky společnosti. Velkým rizikem je i potenciální omezování podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů.
- **Politická rizika.** Snížení globální stability by mohlo negativně ovlivnit hodnotu investic ČEZ v zahraničí (např. Turecku). Zvýšení podnikových daní v ČR nyní neočekáváme, růst daňové sazby pro podniky ale do budoucna nelze vyloučit.
- **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 značné zvýšení čistého dluhu. Velké akvizice mohou mít pozitivní i negativní vliv na naši cílovou cenu a doporučení v závislosti na parametrech transakce.

Finanční údaje ČEZ

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018F	2019F	2020F	2021F
Ocenění									
P/E (x)	6.4	10.2	11.0	16.0	11.7	15.4	13.9	12.7	13.1
Price/cash flow (x)	3.6	4.6	4.6	5.3	4.4	4.9	4.8	4.6	4.7
Price/free cash flow (x)	6.1	13.4	14.4	7.6	23.3	11.4	11.4	10.2	9.8
Price/book value (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/výnosy (x)	2.0	2.1	2.0	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	2.1
EV/EBITDA (x)	4.7	5.2	5.5	6.6	6.6	6.5	6.2	6.0	6.2
Dividendový výnos, brutto (%)	9.4	9.4	9.4	7.7	8.7	6.6	5.9	6.3	6.1
Údaje v přepočtu na akcii (USD)									
EPS (upr.)	67.2	41.9	38.8	26.7	36.6	27.7	30.8	33.7	32.5
Amortizace goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow	119.4	93.8	92.4	81.0	97.5	86.8	89.8	92.9	91.7
Vlastní kapitál (book value)	468.5	489.2	501.6	480.8	494.2	475.9	481.8	493.5	497.8
Hrubá dividendy	40.0	40.0	40.0	33.0	37.0	28.0	25.0	27.0	26.0
Výkaz zisků a ztrát (mil. USD)									
Výnosy	216,988	200,657	210,167	203,744	202,858	206,879	209,927	212,907	212,882
EBITDA	82,061	72,676	65,265	58,206	54,702	55,920	58,318	60,489	59,545
Depreciace a amortizace (bez GW)	-27,902	-27,705	-28,619	-28,978	-32,558	-31,608	-31,523	-31,598	-31,628
Provozní výsledek	54,159	44,971	36,646	29,228	22,144	24,312	26,795	28,891	27,916
Amortizace goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čistý úrokový výnos	-3,127	-3,042	-2,465	-2,459	-3,734	-3,561	-3,705	-3,830	-3,947
Mimořádné neprovozní položky	-3,719	-7,952	-7,685	-3,114	0	0	0	0	0
Daň z příjmu	-9,199	-6,224	-6,348	-4,753	-5,229	-3,962	-4,400	-4,817	-4,641
Menšinové podíly	679	-29	192	-294	-147	-132	-119	-107	-96
Jiné	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vykázaný čistý zisk	35,886	22,403	20,739	14,281	19,525	14,772	16,432	18,013	17,363
Upravený čistý zisk (bez mimořádných položek a GW)	38,926	29,484	27,657	19,281	19,525	14,772	16,432	18,013	17,363
Peněžní toky (mil. USD)									
EBITDA	82,061	72,676	65,265	58,206	54,702	55,920	58,318	60,489	59,545
Provozní CF	63,616	51,699	51,736	61,769	33,073	47,256	48,860	50,513	48,692
Čisté kapitálové výdaje	-27,437	-34,958	-23,441	-34,509	-20,100	-30,500	-32,500	-32,000	-30,000
Investiční CF	-27,732	-29,506	-24,265	-25,212	-20,540	-30,948	-32,957	-32,467	-31,145
CF z financování	-21,365	-30,126	-47,869	-7,304	-46,970	-14,955	-13,353	-14,421	-13,887
Čistá změna hotovosti	14,519	-7,933	-20,398	29,253	-34,437	1,353	2,550	3,626	3,659
Rozvahové položky (mil. USD)									
Dlouhodobá aktiva	493,977	495,778	491,424	487,658	475,640	474,981	476,415	477,284	476,801
Z toho nehmotná aktiva	21,507	20,611	20,164	21,983	22,423	22,871	23,329	23,795	24,271
Pracovní kapitál	57,143	49,663	51,107	60,635	61,313	63,660	65,710	67,766	70,373
Vlastní kapitál	250,235	261,308	267,893	256,812	263,956	254,212	257,349	263,590	265,881
Menšinové podíly	3,658	4,543	4,262	4,548	4,695	4,827	4,946	5,054	5,150
Rezervy	64,225	67,911	90,797	94,733	96,026	97,340	98,674	100,028	100,497
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-156,467	-147,201	-131,223	-156,590	-132,474	-134,115	-133,594	-132,339	-138,417
Ziskovost									
ROIC (%)	8.1	6.6	5.3	4.8	4.1	4.6	5.0	5.4	5.2
ROE (%)	14.3	8.8	7.8	5.4	7.5	5.7	6.4	6.9	6.6
Marže									
EBITDA marže (%)	37.8	36.2	31.1	28.6	27.0	27.0	27.8	28.4	28.0
Provozní marže (%)	25.0	22.4	17.4	14.3	10.9	11.8	12.8	13.6	13.1
Dynamika									
Růst výnosů (%)	0.9	-7.5	4.7	-3.1	-0.4	2.0	1.5	1.4	0.0
Růst EBITDA (%)	-4.0	-11.4	-10.2	-10.8	-6.0	2.2	4.3	3.7	-1.6
Růst provozního zisku (%)	-6.5	-17.0	-18.5	-20.2	-24.2	9.8	10.2	7.8	-3.4
Růst vykázaného čistého zisku (%)	-13.4	-37.6	-7.4	-31.1	36.7	-24.3	11.2	9.6	-3.6
Růst upraveného čistého zisku (%)	-6.0	-24.3	-6.2	-30.3	1.3	-24.3	11.2	9.6	-3.6
Financování									
Čistý dluh/vlastní kapitál	62.5	56.3	49.0	61.0	50.2	52.8	51.9	50.2	52.1
Čistý dluh/EBITDA (x)	1.9	2.0	2.0	2.7	2.4	2.4	2.3	2.2	2.3
Úrokové krytí (x)	10.0	10.1	10.2	9.5	5.7	6.7	7.1	7.3	6.8
Výplatní poměr (%)	54.9	72.5	77.2	91.4	100.5	100.3	81.3	80.1	80.0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



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

Aktivní analytici



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



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



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz



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



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miřatsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecki
(48) 225 284 162
jaroslaw.janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Yury Tulinov, CFA
(7) 495 662 13 00 (ext. 14836)
yury.tulinov@rosbank.ru

Hlavní ekonom 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

Ekonom



Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro

Aktivní analytik



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



Michala Marcussen
(44) 20 7676 7813
michala.marcussen@sgcib.com

Eurozóna



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

Severní Amerika



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com

Asie a Pacifik



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

Čína



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



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



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



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



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



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



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



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



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



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



Ankur Shukla
(91) 80 6731 4432
ankur.shukla@sgcib.com



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com



Indie
Vaibhav Tandon
(91) 80 6731 9449
vaibhav.tandon@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com

Fixed Income



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

Vedoucí strategie sazby pro Evropu



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

Vedoucí strategie sazby pro USA



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



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



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



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com



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



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



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

Měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



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



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



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

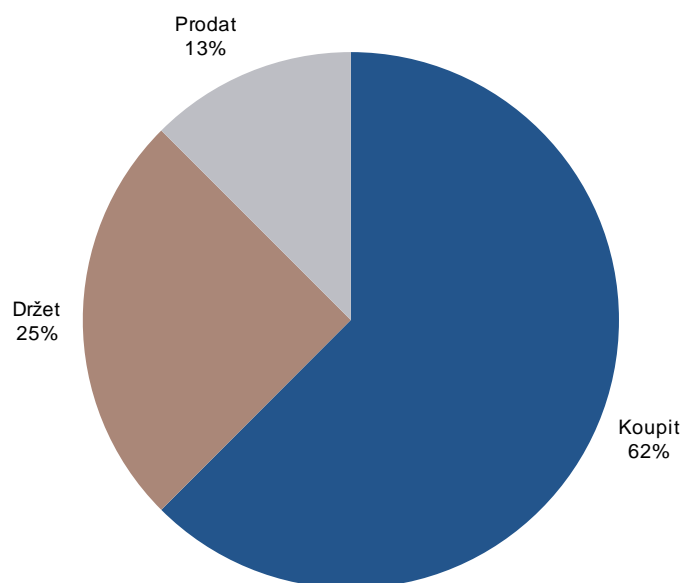
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 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 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 (8 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (ke dni 20. září 2017)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	Pegas Nonwovens	Vienna Insurance	Fortuna	MONETA Money Bank
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD								
Doporučení	koupit	držet	koupit	koupit	prodat	koupit	držet	koupit
Cílová cena	CZK 542	CZK 270	USD 5	CZK 17546	CZK 876	EUR 26	CZK 128	CZK 90
Datum	20/9/17	18/9/17	27/7/17	22/8/17	13/9/17	3/3/2017	12/6/17	17/8/17
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)								
Doporučení	držet	držet	koupit	držet	držet		držet	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 267	USD 4,2	CZK 13500	CZK 876		CZK 96	CZK 95
Datum	14/9/16	31/1/17	27/4/17	25/5/17	19/4/17		20/5/16	9/6/17
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit		v revizi	koupit
Cílová cena	CZK 420	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	CZK 863		v revizi	CZK 90
Datum	12/2/16	9/12/16	10/3/17	13/6/16	20/5/16		10/3/16	6/9/16
Doporučení		držet						
Cílová cena		CZK 260						
Datum		22/3/16						
Doporučení								
Cílová cena								
Datum								
Metody ocenění	DFCF	DFCF DDM	DFCF	DDM	DFCF DDM	DDM ERM	DFCF	DFCF DDM ERM
Četnost doporučení	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	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
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	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	ne
významný finanční zájem osoby/osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	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	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
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	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

Do uvedeného přehledu nezahrnujeme naše jednorázová krátkodobá doporučení založená na analýzách Sociétés Générale.

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, 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.

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.

Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat akcie emitentů zmíněných v tomto dokumentu před veřejnou nabídkou těchto akcií.

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