

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

Ponecháváme doporučení *Koupit* a zvyšujeme cílovou cenu na 620 CZK

Koupit

Cena 11.06.18	557 CZK
12m cíl	620 CZK
Pot. růst ceny	11,3 %
Dividenda	33 CZK
Celkový výnos	17,2 %

Sektorové doporučení

Snížit váhu

Typ investice

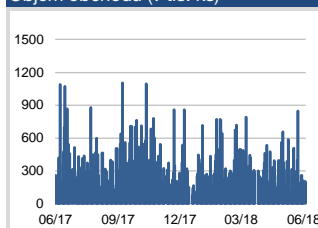
Expozice vůči cenám komodit	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcí (CZK)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Potvrzujeme naše doporučení *Koupit* s novou cílovou cenou na 620 CZK (542 CZK v naší předchozí analýze). Cena akcií dosáhla naší dosavadní cílové ceny v polovině dubna. Pokračující růst cen silové elektřiny podpořený vyššími cenami uhlí a výrazným nárůstem cen emisních povolenek je jeden z klíčových faktorů, který se začne ve výsledcích hospodaření pozvolna projevovat od příštího roku, výraznější vliv by pak měl být patrný v roce 2020. V dlouhodobém horizontu pak vidíme potenciál pro růst cen díky snižování výrobních kapacit konvenčních zdrojů v Německu po 2020. Na straně výroby očekáváme pouze minimální nutné odstávky jaderných bloků, které by tak mohly svoji produkci zvýšit až nad 31 TWh ročně. Spuštěním nového bloku uhelné elektrárny v Ledvicích a vyšším využitím modernizovaných zdrojů v Prunéřově a Tušimicích by mělo docházet k postupnému snižování potřeby emisních povolenek, ač náklady na jejich pořízení porostou. Jednorázové faktory v prognóze neuvažujeme, za nejpravděpodobnější, které se mohou v letošním roce objevit v hospodářských výsledcích, lze považovat prodej bulharských aktiv a rozhodnutí ve sporu se SŽDC. Pozitivní výsledky obou se mohou odrazit i na vyšší dividendě, která by se mohla udržet nad hranicí 30 CZK za akcii. Náš hlavní scénář počítá s dividendou z letošního roku na úrovni 27 CZK za akcii, což by odpovídalo 100% výplatnímu poměru. V dlouhodobém horizontu pak předpokládáme návrat k původní dividendové politice 60 až 80 % očištěného čistého zisku.

Ocenění akcií jsme provedli na základě modelu diskontovaného volného cash flow. Fair value jsme odhadli na úrovni 667 CZK, cílová cena je pak stanovena o 7 % níže na 620 CZK kvůli sektorovému doporučení *Podvázat* a současnému tržnímu ocenění akcií, které je dle nás vůči konkurentům mírně nadhodnocené.

Hlavní rizika: Z pohledu provozu považujeme za největší riziko opětovné neplánované odstávky jaderných elektráren. Aktuální ceny uhlí se nacházejí poblíž lokálních maxim, která mohou motivovat Čínu ke zvýšené těžbě. Aktuálním tématem je výstavba nového jaderného reaktoru. Financování investice ČEZ bez poskytnutí státních garancí by mělo výrazně negativní dopad na ocenění firmy. Akcie jsou pro investory atraktivní i z pohledu vyplácené dividendy. Výrazné snížení výplatního poměru pod 60 % by bylo nepříznivým signálem.

Data o akciích

RIC CEZsp.PR	Bloom	CEZ CP
52týdenní rozmezí		392,8 - 590
Tržní kap. (mld. CZK)		298,6
Tržní kap. (mld. EUR)		11,6
Volné obchod. (%)		30
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	-1,7	9,9 22,6
Relativně k PX	1,0	14,6 14,7

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

	2017	2018f	2019f	2020f
Výnosy (mld. CZK)	201,9	183,6	184,6	192,6
EBITDA marže	26,7	29,5	29,9	30,2
Čistý zisk (mld. CZK)	19,0	14,7	15,5	17,8
Zisk na akcii (CZK)	34,4	27,3	28,7	33,1
Dividenda na akcii (CZK)	33,0	33,0	27,3	26,7
Úrokové krytí (x)	5,0	3,8	4,1	4,5
Výplatní poměr (%)	90,4	96,0	100,0	93,0
Čistý dluh / vl. kapitál (x)	0,6	0,6	0,6	0,6

Poměrové ukazatele

	2017	2018f	2019f	2020f
P/E (x)	14,4	20,6	19,6	17,0
Price/free cash flow	9,3	11,5	19,3	15,2
Dividendový výnos (%)	6,6	5,9	4,9	4,8
Price/book value (x)	1,1	1,2	1,2	1,2
P/S (x)	1,3	1,6	1,6	1,6
EV/S (x)	2,0	2,4	2,4	2,3
EV/EBITDA (x)	7,6	8,2	8,1	7,7
EV/IC (x)	1,0	1,1	1,1	1,1

Poslední analýza a komentář:

<http://bit.ly/CEZana17><http://bit.ly/2G4d116>

Očekávané události: 22. června se koná valná hromada. Výsledky hospodaření za Q2 18 budou zveřejněny 7. srpna.

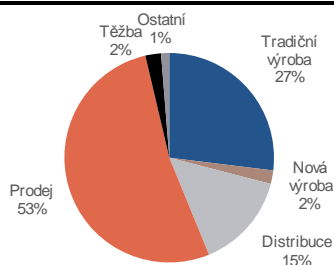
SOCIÉTÉ
GENERALE
GROUP

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

Základní přehled o společnosti

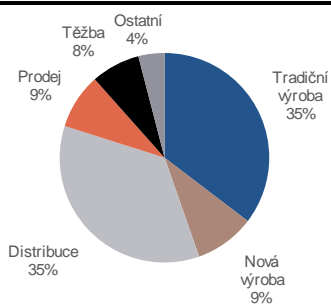
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Silné postavení společnosti v rámci celé Evropy Vertikální integrace od těžby uhlí, přes výrobu elektřiny až po její distribuci Široké portfolio výrobních zdrojů Poskytování služeb v oblasti energetických úspor a chytrých řešení (ESCO služby) Relativně stabilní tržby a ziskovost díky distribuci Dividendová akcie s vysokou likviditou 	<ul style="list-style-type: none"> Vliv státu a politických rozhodnutí na hospodaření společnosti Méně efektivní provoz některých uhelných elektráren Přísná státní regulace výrobního i distribučního procesu
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> Rozšiřování okruhu zákazníků s nabídkou dodávky plynu Vyšší využití jaderných bloků a modernizovaných uhelných zdrojů Zefektivnění fungování trhu s emisními povolenkami Rostoucí ceny emisních povolenek s pozitivním dopadem na ziskovost firmy díky očekávanému poklesu jejich potřeby Transformace společnosti Zavírání jaderných a uhelných elektráren v západní Evropě Soudní spor s OTE o částku 7,7 mld. CZK 	<ul style="list-style-type: none"> Výstavba nového jaderného bloku bez státních garancí Nižší podpora výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů Vyšší potřeba emisních povolenek v případě výpadku výroby z bezemisních zdrojů Zrušení probíhajícího prodeje bulharských aktiv

Tržby podle segmentů (2017)

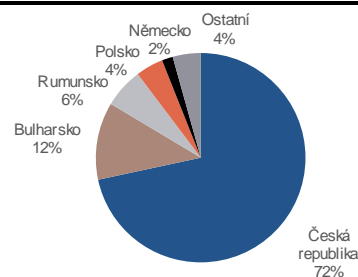


Zdroj: ČEZ

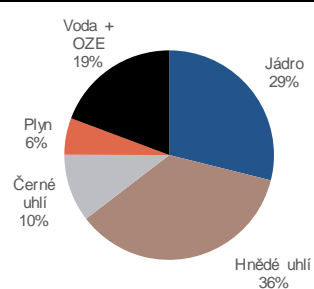
EBITDA podle segmentů (2017)



Tržby podle regionů (2017)

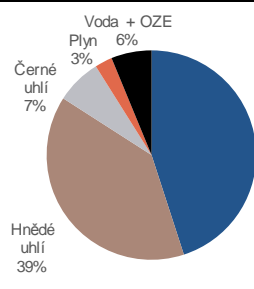


Instalovaná kapacita podle paliva (2017)

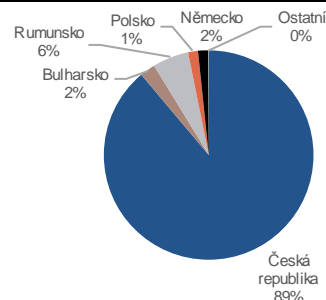


Zdroj: ČEZ

Výroba elektřiny podle paliva (2017)



Dlouhodobá aktiva podle regionů (2017)

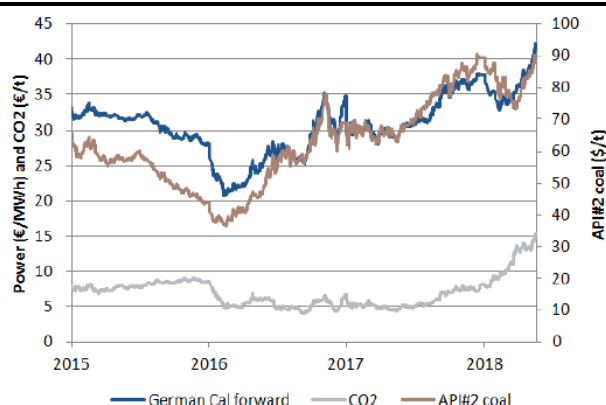


Trendy v sektoru

Ceny silové elektřiny

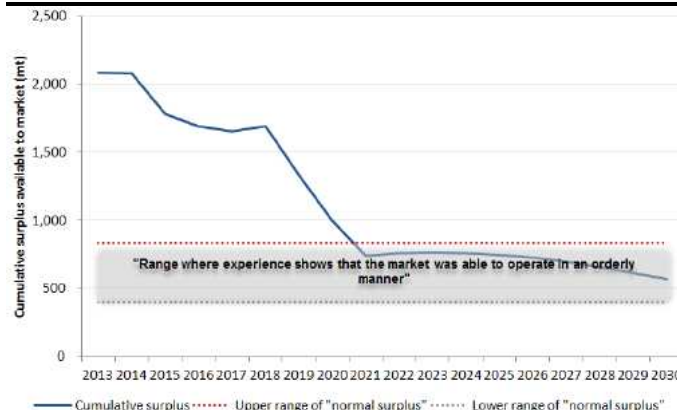
Cena silové elektřiny dosáhla svého více jak 5letého maxima. Forwardové ceny pro příští rok se během května dostaly na pár dní přes hranici 42 EUR/MWh. Pro roky 2020 a 2021 se pohybují okolo hranice 38 – 39 EUR/MWh. Nárůst ceny elektřiny byl ovlivněn několika faktory. Jedním z nich jsou ceny uhlí, které jsou v meziročním srovnání zhruba o 30 % vyšší. Ty jsou výsledkem rozhodnutí čínské administrativy, kdy došlo k utlumení málo efektivních dolů, přestože ke konci roku 2016 kvůli nárůstu cen Čína částečně svoje rozhodnutí uvolnila. Nižší tuzemskou těžbu kompenzovala zvýšenými importy. Nicméně tím de facto stanovila cenový koridor v rozmezí 65 až 85 USD/t, v kterém se světové ceny uhlí budou s největší pravděpodobností v nejbližší budoucnosti pohybovat. Aktuálně se cena nachází nad tímto pásmem, což by mohlo další růst ceny elektřiny z tohoto titulu limitovat.

Cena uhlí (\$/t), CO₂ (€/MWh) a německé elektřiny (€/MWh)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Commodities, publikace Commodities Outlook – Hot spots publikovaná 31. května 2018 v 7:00

Zdvojnásobení rezervy MSR sníží výrazně přebytek povolenek



Reforma systému obchodování s povolenkami CO₂ by měla přinést růst jejich cen.

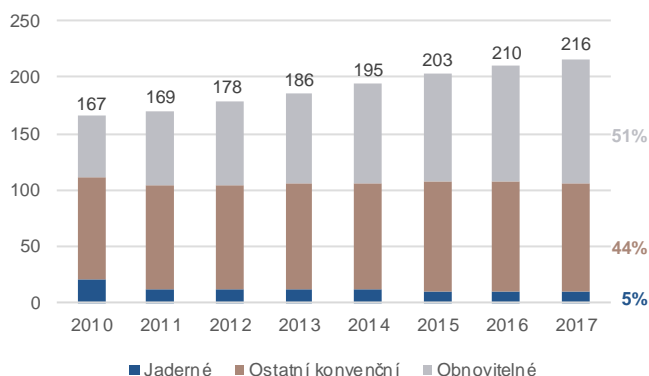
Dalším významným faktorem ovlivňujícím ceny silové elektřiny jsou ceny povolenek CO₂. Ty se kvůli výraznému přebytku povolenek v obchodním systému ETS od ledna předloňského roku pohybovaly v blízkosti 5 EUR/t, což je víceméně jejich technická nula a neměly na velkoobchodní cenu elektřiny vliv. Od konce loňského roku však povolenky vystoupaly nad 15 EUR/t, což si vysvětlujeme jako reakci na rozhodnutí Velké Británie o setrvání v systému ETS a na reformu systému jako takového. Celkový přebytek emisních povolenek dosáhl ke konci roku 2017 bezmála 1,7 miliardy. Díky rezervě tržní stability (MSR) by měl klesnout k pásmu 400 až 833 milionů, což je úroveň, při které by měl trh začít fungovat řádným způsobem. Tohoto čísla se dočkáme dle našich předpokladů v roce 2021. Do budoucna tak předpokládáme pokračující růst cen emisních 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.

Výrazné snížení konvenčních zdrojů v Německu může přinést nedostatek výrobních kapacit a zvýšení velkoobchodních cen elektřiny.

V střednědobém horizontu může ceny elektřiny tlačit vzhůru i potenciální nedostatek konvenčních zdrojů v Německu, které plánuje do roku 2022 uzavřít veškeré jaderné zdroje o kapacitě 11 GW. Obnovitelné zdroje v současné době vygenerují zhruba třetinu celkové elektřiny v Německu, zatímco emise CO₂ se od roku 2010 snížily pouze o necelých 10 %. Německo má vůbec nejvyšší emise a výrazně zaostává za plněním svých cílů snížit jejich množství o 40 % do konce roku 2020 oproti stavu v devadesátých letech. Vláda by měla do konce roku přijít s návrhy na uzavření uhelných elektráren nebo alespoň některých z nich.

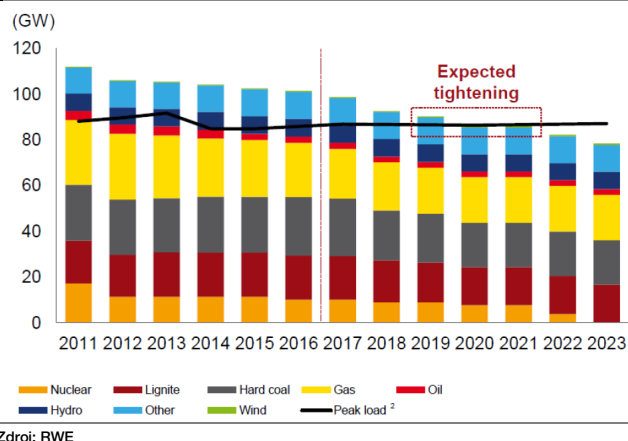
Obnovitelné zdroje nejen svou kapacitou ale hlavně výrobou nemusí být schopny plně kompenzovat razantní snížení kapacity konvenčních zdrojů. To by mohlo přinést tlak na růst cen silové elektřiny ve středně až dlouhodobém horizontu.

Výrobní kapacita v Německu (GW)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Commodities, BDEW

Výroba a spotřeba silové elektřiny v Německu



Zdroj: RWE

Celkově tedy předpokládáme, že cena elektřiny je ovlivněna především nabídkovou stranou, a to situací na trhu s emisními povolenkami. Dalším faktorem je očekávané snižování konvenční kapacity v Německu o 13 % v horizontu následujících pěti let, které nemusí být plně nahrazeno jinými zdroji a může způsobit nedostatečnou výrobu například v zimních obdobích. Naproti tomu poptávková strana má jen omezený vliv, když předpokládáme mírný nárůst spotřeby elektřiny. V dlouhém horizontu budou působit dva protichůdné faktory. Na jedné straně úsporná řešení budov, továren atd. a na druhé elektrifikace dopravy.

Ceny akcií korelují s aktuálním vývojem cen elektřiny.

Přestože se změna cen silové elektřiny promítá do finančních výsledků ČEZ kvůli zajišťování prodejních cen s prodávou, akcie společnosti historicky výrazně korelují s aktuálním vývojem cen silové elektřiny. Ceny akcií tak reflektují s předstihem dopad růstu ceny elektřiny do hospodaření společnosti.

Vývoj akcií ČEZ vs. ceny elektřiny v Německu



Zdroj: Bloomberg

Hospodaření společnosti

Letošní rok

První kvartál letošního roku nepřinesl uspokojivé výsledky, když nepatrně zaostaly za tržním i naším očekáváním. Na výsledek negativně působily nižší realizační ceny vyrobené elektřiny v ČR a nižší produkce uhelných elektráren a paroplynového zdroje. K lepšímu výkonu nepomohly ani jaderné elektrárny, jejichž produkce byla meziročně mírně nižší. ČEZ se zároveň potýkal s vyššími náklady na nákup emisních povolenek.

Meziroční srovnání bylo zkresleno několika faktory. Výrazný propad tržeb o 14 % souvisí s účetní změnou ve vykazování fakturace zákazníkům za distribuci a příspěvek OZE, která vedla k poklesu výnosů, ale i nákladů v segmentech Prodej a Distribuce. U provozního zisku vloni ČEZ zaúčtoval pozitivní dopad z dohody o narovnání se společností Sokolovská uhelná. ČEZ reportoval meziročně nižší odpisy o 4 %, přestože uvedl do provozu nový blok elektrárny Ledvice, jehož příspěvek do odpisů byl více jak kompenzován aktualizací dlouhodobého předpokladu životnosti elektráren ČEZ. V neposlední řadě vypadl v rámci ostatních nákladů a výnosů pozitivní vliv přecenění opce na akcie MOL v roce 2017.

EBITDA dosáhla 17,5 mld. CZK ve Q1 18 (-8,0 %) a čistý zisk celkově klesl o více jak 16 % na 7,3 mld. CZK. Management ponechal svoji guidance pro letošní rok beze změny, tzn. EBITDA odhaduje v intervalu 51 až 53 mld. CZK, očištěný čistý zisk pak v rozmezí 12 až 14 mld. CZK.

Výsledky ČEZ za Q1 18

mld. Kč	Q1 17	Q1 18	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	52,8	45,4	-14,0 %	53,4	53,0
EBITDA	19,0	17,5	-8,0 %	18,4	17,8
Provozní zisk	11,7	10,4	-10,8 %	10,4	10,5
Čistý zisk	8,7	7,3	-16,4 %	7,4	7,2

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *odhad v průzkumu ČEZ mezi 14 analytiky včetně KB

EBITDA i čistý zisk by mohly překonat výhledy stanovené managementem.

Naše odhady počítají s naplněním výhledu stanoveného managementem, respektive odhadujeme, že se ČEZ podaří tyto cíle překonat. Počítáme s nárůstem vyrobené elektřiny o necelá dvě procenta k 64 TWh, k čemuž by měl přispět především vyšší provoz jaderných elektráren a zároveň spuštění nového bloku v uhelné elektrárně Ledvice. Nečekáme výrazné změny v realizačních cenách. V segmentu Distribuce očekáváme mírné zvýšení objemu distribuovaného koncovým zákazníkům, který by měl vést k lehkému nárůstu EBITDA. Tržby by zde však měly poklesnout o zhruba 15 % kvůli změnám v účtování příspěvku na obnovitelné zdroje. Podobný dopad předpokládáme v segmentu Prodej. Celkové tržby za skupinu ČEZ by měly letos klesnout o zhruba 9 % pod hranici 184 mld. CZK. EBITDA by mohla dle našich odhadů dosáhnout 54,1 mld. CZK a očištěný čistý zisk 14,7 mld. CZK.

Odhady KB letošních výsledků ČEZ

mld. Kč	2017	2018e	změna
Tržby	201,91	183,58	-9,1 %
EBITDA	53,92	54,11	0,4 %
Provozní zisk	25,62	24,75	-3,4 %
Čistý zisk	18,96	14,68	-22,5 %
Upravený čistý zisk	18,49	14,68	-20,6 %

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prodej bulharských aktiv by mohl vylepšit letos čistou ziskovost o zhruba 1,1 mld. CZK.

Jednorázové vlivy pro letošní rok

V naší analýze s žádným jednorázovým vlivem nepočítáme. Nicméně jedním z nejpravděpodobnějších je příjem za prodej balíku bulharských společností, jehož nejhodnotnější aktivem je distribuční ČEZ Razpredelenie. ČEZ drží v těchto firmách 66% podíl. Prodejní cena byla stanovena na 326 mil. EUR (tj. cca 8,3 mld. CZK). Účetní hodnota těchto aktiv po odečtení souvisejících závazků činila ke konci března 2018 10,5 mld. CZK. Vezmeme-li tedy v potaz dvoutřetinový podíl, dopad do čistého zisku by mohl představovat 1,1 mld. CZK. Takový výsledek by mohl přiblížit výplatu dividendy z letošního roku k hranici 30 CZK za akcii.

Největší otazník visí nad kupcem, bulharskou společností Inercom. Nedůvěru vyvolaly pochybnosti, kde a z jakých zdrojů chce firma s vlastním kapitálem okolo 1,3 mld. CZK získat prostředky na transakci. Podle podmínek musí celou částku složit na účet do 9 měsíců od podpisu smlouvy, což připadá na konec listopadu letošního roku. Pokud se Inercomu nepodaří peníze sehnat, ve hře je druhý zájemce, India Power, který údajně nabídl sumu ve výši 360 mil. EUR rozloženou do pěti let.

Spor se SŽDC může vést k vratce i přísunu nových peněz pro ČEZ.

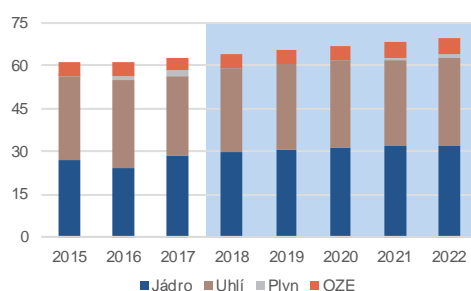
Dalším jednorázovým faktorem je probíhající spor se SŽDC o náhradě za neodebraný proud. ČEZ již získal 1,13 mld. CZK za rok 2010 a podobný spor vedla společnost i za rok 2011, kdy se domáhá 1,2 mld. CZK. Nicméně vloni v září Nejvyšší soud vrátil rozhodnutí za rok 2010 na začátek. Na jedné straně tak hrozí ČEZ, že bude muset získanou částku vrátit, na druhé však, pokud bude potvrzeno předchozí rozhodnutí, je možné očekávat příjem i ze sporu za rok 2011.

Dlouhodobé odhady

Výroba z uhlí v dlouhodobém horizontu výrazně poklesne.

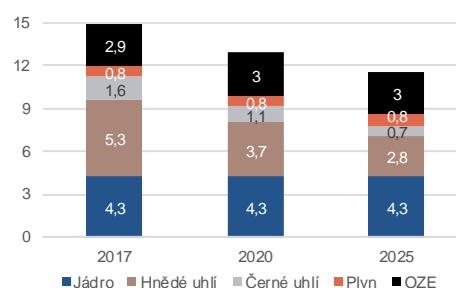
V dlouhodobém horizontu očekáváme normalizaci provozu jaderných elektráren a snížení odstávek na úroveň nezbytnou pro pravidelnou výměnu paliva a pravidelné opravy. Předpokládáme, že výroba v jaderných zdrojích příští rok převyší 30 TWh a v následujících letech se dostane i nad 31 TWh. Potenciální rozšiřování 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 těchto elektráren z 6,9 na 4,8 GW. V roce 2025 by měly být v provozu již elektrárny s výkonem pouze 3,5 GW, poté by měly fungovat jen modernizované závody v Pruněřovu, Tušimicích a Ledvicích. Hlavní pokles výrobní kapacity je tak plánován u nerekonstruovaných zdrojů bez dostupnosti vlastního uhlí. Instalovaný výkon plynových a přečerpávacích elektráren očekáváme dlouhodobě nezměněný okolo 0,8 GW, respektive 1,2 GW. Obnovitelné zdroje pak vidíme jako nejpravděpodobnější, které by se mohly do budoucna rozšířit ze současného instalovaného výkonu 1,7 GW, přestože dlouhodobé výhledy ČEZ na jejich navýšení neukazují.

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Plánovaný vývoj mixu výrobní kapacity (GW)



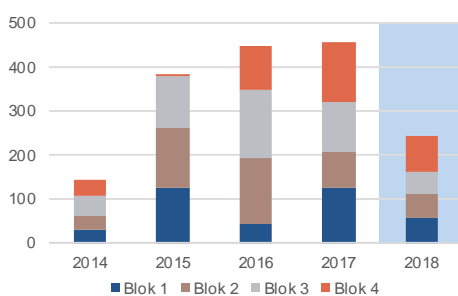
Zdroj: ČEZ

Snížení odstávek jaderných zdrojů pozitivně ovlivní ziskovost.

Vyšší využití jaderných bloků

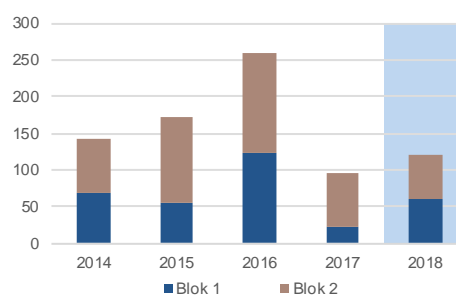
Rok 2016 znamenal pro jaderné elektrárny odstávky ve výši 707 dnů, což bylo o 152 dní více než v roce 2015. Vloni se díky elektrárně Temelín tyto odstávky snížily na 550 dní, tedy úroveň srovnatelnou s rokem 2015, zatímco v Dukovanech došlo k jejich mírnému navýšení. V letošním roce by k vyšší výrobě měla přispět právě větší produkce v Dukovanech, kdy je naplánováno celkově o více jak 200 dní méně odstávek. Aktuálně je mimo provoz pouze první blok jaderné elektrárny v Dukovanech. Další dvoutměsíční odstávka by se měla týkat druhého bloku Temelína, která by měla být zahájena na konci června. Celkově by letos měly odstávky klesnout k 360 dnům, čímž by měly 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)



Nedávný růst cen silové elektřiny se začne do hospodaření ČEZ promítat od příštího roku.

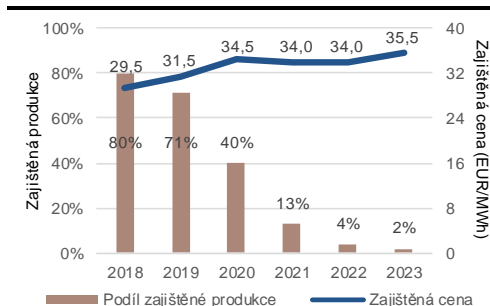
Realizační ceny porostou

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 blízce koreluje, od začátku roku 2017 vystoupala z 30 EUR/MWh na současných 42 EUR/MWh (průměrná cena za rok 2017 32,4 EUR/MWh, letos 36,8 EUR/MWh).¹ ČEZ podle našich odhadů vloni prodával elektřinu přibližně za 31 EUR/MWh, pro letošní rok předpokládáme obdobnou cenu. Pro příští rok měla společnost ke konci dubna zajištěny dodávky ze 71 % za průměrnou cenu 31,5 EUR/MWh. Znatelnější posun je však patrný pro rok 2020, když si 40 % produkce zajistila za 34,5 EUR/MWh. **Očekáváme, že nedávný růst cen silové elektřiny se začne do realizovaných prodejních cen ČEZ promítat až od roku 2019.** Naše předpoklady cen komodit vychází z forwardových

¹ Jedná se o roční forward.

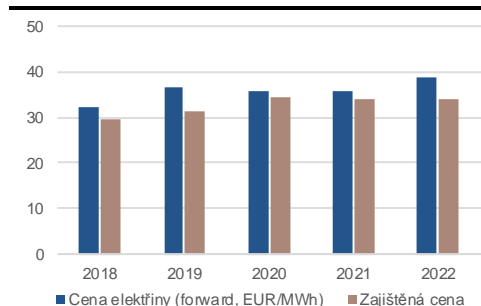
křivek a našich předpokladů vývoje energetického trhu. Kolegové ze Société Générale předpokládají růst ceny elektřiny během následujících 12 měsíců až k úrovni okolo 46,6 EUR/MWh.² Takový scénář by znamenal další vylepšení našich budoucích odhadů.

Rozsah zajištění prodeje a průměrné ceny



Zdroj: ČEZ

Pozitivní dopad do realizačních cen



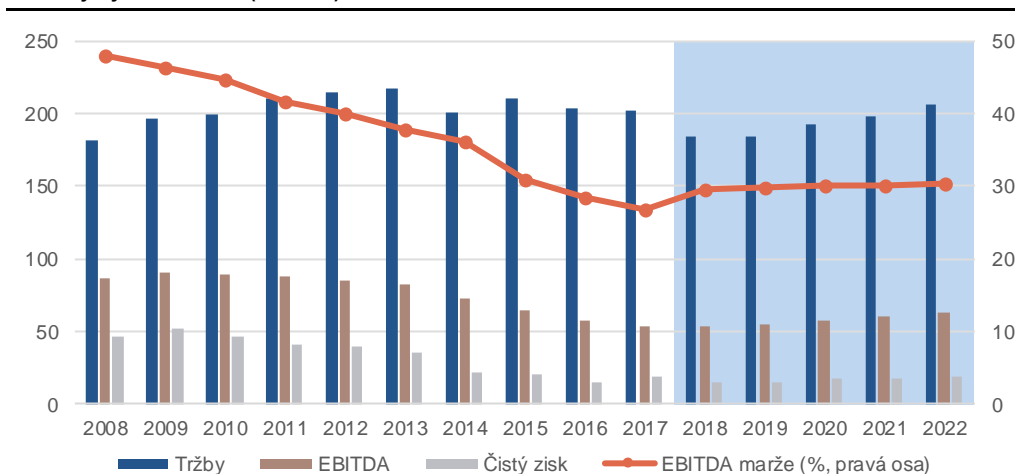
Zdroj: ČEZ, Bloomberg

Oproti předchozí analýze očekáváme mírné posílení ziskovosti na úrovni EBITDA.

Prognózy výsledků hospodaření

Naše prognózy jsme upravili v souladu s očekáváním vyšších cen silové elektřiny a lepšího využití jaderných zdrojů, díky kterým po letošním propadu předpokládáme mírný nárůst budoucích tržeb, které by se měly vrátit nad hranici 200 mld. CZK (v průměru +3,0 % v období 2019 až 2022). EBITDA by po letošní očekávané stagnaci poblíž hranice 54 mld. EUR měla v následujících letech postupně růst a překonat úroveň 60 mld. CZK. Do dlouhodobých projekcí nezahrnujeme jednorázové vlivy potenciálních prodejů aktiv jako bulharské distribuce, tureckých aktiv nebo elektrárny Počerady. Proto i letošní čistý zisk predikujeme o více jak pětinu nižší ve srovnání s loňským rokem (tedy 14,7 mld. CZK), v horizontu pěti let by však měl dosáhnout úrovně 18,5 mld. CZK.

Odhad výsledků ČEZ (mld. Kč)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

² Viz publikace Commodities Outlook – Hot spots zveřejněna 31. května 2018 v 7:00

Dividendová politika

Příští rok dividendy zřejmě poklesne pod úroveň 30 CZK na akcii.

ČEZ na začátku loňského roku upravil svoji dividendovou politiku, když dočasně rozšířil pásmo pro dividendový výplatní poměr na 60 až 100 % z předchozích 60 až 80 % čistého zisku, upraveného o jednorázové odpisy majetku a goodwillu. Management pro nadcházející valnou hromadu navrhl vyplatit dividendu z loňského zisku ve výši 33 CZK, což je stejná výše jako v roce 2017. Výplatní poměr tak činí 86 %. V naší analýze vycházíme z předpokladu, že zvýšený 100% výplatní poměr bude udržen i v příštím roce. Za těchto podmínek a námi odhadovaným čistým ziskem očekáváme dividendu ve výši 27 CZK za akcii. **V delším horizontu počítáme s návratem ke standardnímu pásmu a výplatu dividendy na úrovni 80 %.** Přitom úroveň 27 CZK by mohla být dnem s tím, jak předpokládáme postupný nárůst čistého zisku v následujících letech. V tomto našem hlavním scénáři by zadlužení ČEZ zůstalo víceméně na stejné úrovni a poměr čistého dluhu k EBITDA by se ke konci roku 2019 pohyboval okolo 2,5x.

Jak jsme výše uvedli, v našich prognózách nepočítáme s žádnými jednorázovými vlivy. Nicméně v případě, že by byl úspěšně ukončen prodej bulharských aktiv a soud by potvrdil předchozí rozhodnutí ve sporu se SŽDC, ČEZ by nakonec mohl i v tom neoptimističtější scénáři udržet dividendu nad hranicí 30 CZK na akcii. I přes tuto vyšší dividendu by klesl čistý dluh vůči EBITDA, když prostředky z prodeje bulharských aktiv by byly použity především na splacení části dluhu.

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 2,4x. Vzhledem k cíli managementu držet zadlužení v rozmezí 2,5 až 3,0násobku EBITDA by bylo v silách ČEZ teoreticky vyplácet v dlouhém období dividendu až ve výši 50 CZK na akcii, což by znamenalo dividendový výplatní poměr výrazně nad 100 % (150 % v námi uvažovaném případě). Výplatu nad 100 % očištěného čistého zisku však považujeme za nepravděpodobnou s ohledem na riziko možného snížení ratingu ze strany ratingových agentur.

Odhady dividend

CZK na akcii	2018	2019	2020	2021	2022
Zisk na akcii	38,0	27,0	29,0	33,0	32,0
Dividenda (hlavní scénář)	33,0	27,0	27,0	27,0	27,0
Čistý dluh/EBITDA (x)	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3
Dividenda (100% výpl. poměr)		27,0	29,0	33,0	32,0
Čistý dluh/EBITDA (x)		2,5	2,4	2,5	2,4
Dividenda (max. zadlužení)		41,0	43,0	50,0	48,0
Čistý dluh/EBITDA (x)		2,6	2,7	2,9	3,0

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění

Sektorové srovnání

V sektorovém hodnocení vnímáme akcie ČEZ jako mírně nadhodnocené.

Současné tržní ocenění akcií ČEZ jsme porovnali s vývojem jeho konkurentů v západní i střední Evropě. Z následující tabulky je patrné, že ocenění je mnohem bližší ocenění společnostem v západní Evropě. Násobky P/E a EV/EBITDA pro roky 2018 a 2019 jsou dle nás nepřiměřeně vysoké, přestože aktuální dividendový výnos patří vůbec k nejvyšším. Oproti polským energetikám je ocenění ještě výraznější. Ty jsou však do velké míry obchodovány s určitým diskontem kvůli politickým a regulačním rizikům. **Ve srovnání s celým evropským sektorem se nám jeví ocenění jako mírně nadhodnocené**, což jsme zohlednili při stanovování konečné cílové ceny.

Sektorové srovnání

	P/E akt.	P/E 2018	P/E 2019	P/S akt.	P/S 2018	EV/ Sales 2018	EV/ Sales 2019	EV/ EBITDA akt.	EV/ EBITDA 2018	EV/ EBITDA 2019	Div. výnos akt.	Div. výnos 2018	Div. výnos 2019
ČEZ (odhad KB)	14,4	20,6	19,6	1,3	1,6	2,4	2,4	7,6	8,2	8,1	6,6	5,9	4,9
ČEZ (konsensus)	17,4	20,8	21,9	1,6	1,5	1,9	1,9	6,9	7,4	7,2	4,5	5,9	5,0
EDP - Energias de Portugal SA	10,9	15,9	14,5	0,8	0,6	2,2	2,2	7,9	9,0	8,5	5,6	5,9	6,2
E.ON SE	4,6	13,5	12,6	0,5	n/a	0,8	0,8	4,0	5,9	5,7	3,4	5,8	6,2
Electricite de France SA	12,8	18,4	15,6	0,4	0,4	1,0	1,0	4,5	4,7	4,4	n/a	4,0	4,4
Endesa SA	12,7	14,1	13,7	1,0	n/a	1,3	1,3	6,9	7,4	7,2	n/a	7,7	8,2
Enel SpA	11,8	11,3	10,1	0,6	n/a	1,5	1,4	7,1	6,9	6,6	n/a	6,5	7,2
Engie SA	n/a	13,2	12,1	0,5	n/a	1,0	0,9	9,4	6,5	6,2	5,2	5,6	6,3
EVN AG	12,2	13,0	14,0	1,4	1,4	1,9	1,9	7,7	7,1	7,3	2,7	2,9	3,1
Fortum OYJ	19,6	21,3	17,5	3,7	3,5	3,7	3,6	10,7	12,4	12,4	5,4	5,4	5,4
Iberdrola SA	13,1	13,5	12,7	1,2	n/a	2,2	2,1	9,8	8,8	8,2	n/a	5,5	5,8
Innogy SE	25,6	17,9	17,2	0,5	n/a	0,9	0,9	9,4	9,0	8,9	n/a	4,5	4,7
RWE AG	n/a	12,9	11,3	0,3	n/a	0,6	0,6	4,3	5,1	4,9	0,0	3,7	5,8
Verbund AG	28,7	29,4	23,5	3,3	3,3	4,3	4,0	12,8	14,3	12,7	1,5	1,7	2,4
MEDIÁN západní Evropa	12,8	13,5	13,7	0,6	2,3	1,3	1,3	7,7	7,1	7,2	3,0	5,4	5,8
PGE Polska Grupa Energetyczna	7,4	6,9	6,8	0,8	0,8	1,1	1,0	4,1	4,0	3,8	n/a	0,0	7,4
Energa SA	5,4	5,4	5,2	0,4	0,4	0,8	0,7	3,7	3,7	3,6	1,8	3,2	3,2
Enea SA	4,6	4,9	4,2	0,4	0,4	0,9	0,9	4,1	4,0	3,6	2,6	3,1	3,7
Tauron Polska Energia SA	3,0	3,7	3,8	0,2	0,2	0,7	0,7	3,7	3,9	3,9	0,0	0,0	9,7
MEDIÁN střední Evropa	5,0	5,1	4,7	0,4	0,4	0,8	0,8	3,9	3,9	3,7	1,8	1,6	5,5
SEKTOROVÝ MEDIÁN	12,0	13,4	12,6	0,6	0,6	1,1	1,0	7,0	6,7	6,4	2,6	4,2	5,8
ČEZ vs. sektor (konsensus)	45%	56%	73%	170%	138%	82%	87%	-1%	11%	14%	70%	38%	-14%
ČEZ vs. sektor (odhad KB)	20%	54%	55%	126%	165%	128%	140%	9%	22%	27%	151%	38%	-17%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 620 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2022, jehož hlavní parametry a výstupy ukazuje tabulka na následující straně. Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 667 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 až 130 % fair value.

■ **Sektorová atraktivita (-5 %):** Doporučení SG pro evropský elektrárenský sektor zůstává *Podvázat*, a proto tento faktor ponecháváme na -5 %.

■ **Atraktivita společnosti (0 %):** Akcie nabízí nadprůměrnou likviditu nebo zajímavý dividendový výnos. Jejich atraktivitu ale do jisté míry může snižovat fakt, že společnost je

aktivní jak v oblasti „čisté“, tak „špinavé“ energetiky. Obavy může zvyšovat i nejistota ohledně výstavby nového jaderného reaktoru.

■ **Spekulativní potenciál (-2 %):** Akcie se dle nás v současnosti obchodují s nepatrně vyšší prémie, než odpovídá ocenění západoevropských konkurentů.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili cílovou cenu pro akcie ČEZ na 620 CZK (fair value minus 7 %). Hlavním důvodem je pozitivní dopad růstu cen elektřiny v delším období a vyššího využití jaderných zdrojů s nízkými provozními náklady. Ve prospěch nižšího ocenění pak působily vyšší vážené náklady na kapitál zejména z titulu nárůstu bezrizikové úrokové sazby.

Ocenění akcií ČEZ

	2018	2019	2020	2021	2022	LT
Kalkulace požadované úrokové míry						
bezriziková úroková míra	2,2%	2,1%	1,8%	2,6%	2,8%	2,8%
beta	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
akciová riziková přírážka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
riziková přírážka země	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
náklady vlastního kapitálu	8,6%	8,5%	8,2%	9,0%	9,2%	9,2%
váhu dluhu	35,3%	35,4%	35,6%	35,5%	35,6%	35,6%
náklady dluhu (po dani)	3,1%	3,0%	2,7%	3,4%	3,5%	3,5%
WACC	6,7%	6,6%	6,3%	7,0%	7,2%	7,2%
Model diskontovaných cash flow (mld. CZK)						
EBITDA	54,1	55,3	58,1	59,9	62,9	
Amortizace jaderného paliva	3,4	3,4	3,4	3,5	3,4	
Zaplacená daň	-3,8	-4,0	-4,6	-4,5	-4,8	
Změna pracovního kapitálu a rezerv	4,1	-1,3	-3,8	-2,9	-3,6	
Kapitálové investice	-31,5	-37,7	-33,2	-31,5	-31,2	
FCFF	26,4	15,7	19,9	24,4	26,9	
price / free cash flow	11,5	19,3	15,2	12,4	11,3	
Současná hodnota of FCFF	25,4	14,2	16,9	19,4	19,9	
Současná hodnota FCFF do roku 2022	95,7					
Současná hodnota FCFF po roce 2022	389,3					
Čistý dluh	126,1					
Odhad hodnoty vlastního kapitálu	358,9					
Fair value (CZK na akcii)	667					
Cílová cena (CZK na akcii)	620					

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

Dlouhodobý růst							Dlouhodobý růst cen elektřiny						
WACC		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	Fwd ceny		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
	6,2%	647	725	821	943	1103		-2€	519	525	531	537	543
	6,7%	571	634	710	805	924		-1€	563	569	576	582	588
	7,2%	507	559	620	696	788		+0€	607	614	620	627	634
	7,7%	452	495	547	607	681		+1€	651	658	665	672	679
	8,2%	405	442	485	535	595		+2€	695	703	710	718	725

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Ceny elektřiny** – 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. Na jedné straně může na ziskovost i naše ocenění negativně působit ceny uhlí, které se dostaly na hranici lokálního maxima, na straně druhé vývoj na trhu s emisními povolenkami by mohl vyhnat cenu akcií dále k vyšším úrovním.
- **Výrobní mix** – V následujících letech počítáme s větším zapojením jaderných elektráren do výroby elektřiny. To má dopady na vývoj ziskových marží. Pokud by opětovně došlo k delším odstávkám jaderných bloků, podepsalo by se to na nižších maržích.
- **Obnova výrobního portfolia** – ČEZ vesměs dokončil modernizaci svých uhelných elektráren. V následujících letech by většina vynaložených prostředků měla být součástí běžných investic. Pro rok 2019 společnost chystá větší investici do teplárny v Mělníku. V plánech společnosti ani našich prognózách není zahrnuto rozšíření českých jaderných elektráren. Provedení takové investice bez státní garance by při aktuálních prognózách budoucích cen elektřiny mohlo mít silně negativní dopad na naše ocenění.
- **Regulace** – Energetický sektor je sužován přísnou regulací a v některých zemích i pod politickým a veřejným nátlakem. Nepříznivý vývoj regulatorního prostředí a významné zásahy státu do regulace v balkánských zemích, ze kterých se společnost snaží odejít, jsou příkladem výrazných regulatorních a politických rizik, která mohou významně ovlivnit hospodářské výsledky společnosti. Velkým rizikem je i potenciální omezování podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů. Příkladem zde může být podpora solárních elektráren v ČR, přiděl zelených certifikátů v Rumunsku nebo přísnější pravidla pro výstavbu větrných parků v Polsku.
- **Vývoj měnových kurzů** – Přestože je společnost proti výkyvům kurzu EUR/CZK z velké části přirozeně zajištěna, silnější než očekávané posílení české koruny oproti euru by pro ČEZ bylo negativní. Dopad na ceny elektřiny (české ceny jsou odvozeny od eurových německých cen) by mohl převážit nad ziskem ze snížení hodnoty eurového dluhu. Oslabování turecké liry vůči americkému dolaru vede k poklesu zisku z přidružených a společných podniků a nárůstu finančních závazků z titulu poskytnuté garance na úvěr turecké společnosti AkCEZ až do výše zhruba 2,6 mld. CZK.
- **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.
- **Daňová reforma** – Čas od času se objevují návrhy politiků na vyšší zdanění velkých společností. V současné době nejsou konkrétní návrhy na stole. Uvalení sektorové daně by způsobilo nižší čistý zisk, což by se odrazilo na nižší výplatě dividend.

Finanční údaje ČEZ

mil. CZK	2015	2016	2017	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Tržby	210 167	203 744	201 906	183 567	184 558	192 584	198 500	206 562
Materiálové náklady	-103 958	-101 444	-99 575	-73 490	-73 670	-76 535	-78 692	-81 549
Mzdové náklady	-17 758	-19 158	-22 086	-24 908	-25 904	-26 940	-28 018	-29 138
Ostatní náklady	-30 331	-27 682	-26 240	-31 901	-29 729	-31 004	-31 900	-32 931
EBITDA	65 104	58 082	53 921	54 110	55 255	58 104	59 890	62 944
Odpisy	-28 619	-28 978	-29 305	-29 374	-28 606	-29 850	-30 768	-32 017
Provozní zisk	28 961	26 114	25 620	24 752	26 648	28 254	29 123	30 927
Úrokové výnosy	388	303	235	160	168	176	179	185
Úrokové náklady	-4 534	-4 256	-5 379	-6 696	-6 727	-6 434	-7 821	-8 327
Ostatní finanční výnosy	4 546	239	3 705	284	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	-2 466	-3 072	-1 428	-487	-1 000	0	0	0
Zisk před zdaněním	26 895	19 328	22 753	18 075	19 090	21 996	21 480	22 785
Daň z příjmu	-6 348	-4 753	-3 794	-3 391	-3 627	-4 179	-4 081	-4 329
Čistý zisk	20 547	14 575	18 959	14 684	15 463	17 817	17 399	18 456
Odpisy majetku	-7 119	-5 065	466	0	0	0	0	0
Očištěný čistý zisk	27 666	19 640	18 493	14 684	15 463	17 817	17 399	18 456
ROZVAHA								
Základní kapitál	49 553	49 553	49 722	49 722	49 722	49 722	49 722	49 722
Nerozdělený zisk	218 340	207 259	200 296	197 227	198 005	201 441	204 409	208 597
Vlastní kapitál	267 893	256 812	250 018	246 949	247 727	251 163	254 131	258 319
Dlouhodobý dluh	145 575	142 265	132 475	129 826	131 124	132 435	133 759	135 766
Ostatní dlouhodobé závazky	8 679	11 203	15 844	15 844	15 844	15 844	15 844	15 844
Investovaný kapitál	422 147	410 280	398 337	392 618	394 695	399 442	403 734	409 929
Dlouhodobá aktiva	421 364	426 895	428 019	427 195	430 008	434 821	440 634	448 447
Nehmotná dlouhodobá aktiva	20 164	21 983	26 804	25 641	26 754	27 867	26 980	26 093
Finanční investice	82 624	95 928	74 915	81 546	84 004	86 462	88 920	91 378
Hotovost a krátkodobé cenné papíry	13 482	11 226	12 623	12 182	12 500	11 043	11 032	10 276
Zásoby	10 131	8 516	10 558	10 847	11 160	11 473	11 787	12 100
Pohledávky	48 070	59 108	60 234	54 987	55 271	57 869	59 571	61 890
Ostatní aktiva	6 851	7 185	13 054	12 962	12 714	12 652	12 584	12 534
Krátkodobý dluh	11 919	25 551	19 694	19 694	19 694	19 694	19 694	19 694
Obchodní závazky	59 616	80 908	87 412	86 540	85 676	84 821	83 975	83 095
Rezervy	82 578	86 573	93 284	99 080	104 905	110 729	116 554	122 378
Ostatní závazky	26 426	27 529	27 480	27 427	27 441	27 500	27 551	27 623
Investovaný kapitál	422 147	410 280	398 337	392 618	394 695	399 442	403 734	409 929
Celková aktiva	602 686	630 841	626 207	625 359	632 410	642 186	651 507	662 719
CASH FLOW								
Zisk před zdaněním	26 895	19 328	22 753	18 075	19 090	21 996	21 480	22 785
Odpisy	28 619	28 978	29 305	29 374	28 606	29 850	30 768	32 017
Amortizace jaderného paliva	3 416	3 158	3 725	3 414	3 428	3 431	3 500	3 443
Ostatní nepeněžní operace	8 994	7 136	2 565	4 808	5 104	3 682	4 944	5 322
Změna pracovního kapitálu	10 723	-1 421	-5 524	4 084	-1 304	-3 796	-2 885	-3 553
Placené daně	-4 569	-6 689	-4 207	-3 760	-4 022	-4 634	-4 526	-4 800
Čisté placené úroky	-2 312	-2 183	-3 286	-4 745	-4 585	-4 163	-5 425	-5 803
Přijaté dividendy	813	646	481	481	481	481	481	481
Provozní cash flow	72 579	48 953	45 812	51 730	46 798	46 847	48 337	49 892
Cash flow z investiční aktivity	-31 570	-34 571	-20 212	-31 490	-37 662	-33 214	-31 541	-31 179
Placené dividendy	-21 313	-21 333	-17 859	-17 754	-14 684	-14 380	-14 431	-14 267
Cashflow s finanční aktivity	-47 622	-16 638	-24 203	-20 681	-8 818	-15 091	-16 806	-19 469
Změna v hotovosti	-6 613	-2 256	1 397	-441	319	-1 458	-11	-756

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje ČEZ

	2015	2016	2017	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
POMĚRY (%)								
EBITDA marže	31,0	28,5	26,7	29,5	29,9	30,2	30,2	30,5
Provozní marže	13,8	12,8	12,7	13,5	14,4	14,7	14,7	15,0
Hrubá marže	12,8	9,5	11,3	9,8	10,3	11,4	10,8	11,0
Čistá marže (upr.)	13,2	9,6	9,2	8,0	8,4	9,3	8,8	8,9
Úrokové krytí (x)	7,0	6,6	5,0	3,8	4,1	4,5	3,8	3,8
Čistý zisk / vlastní kapitál (x)	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Čistý dluh / EBITDA (x)	2,2	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3
ROE	10,5	7,5	7,3	5,9	6,3	7,1	6,9	7,2
ROA	4,5	3,2	2,9	2,3	2,5	2,8	2,7	2,8
ROCE	6,5	4,7	4,6	3,7	3,9	4,5	4,3	4,5
Dividendový výplatní poměr	73,0	77,8	90,4	96,0	100,0	93,0	81,0	82,0
ÚDAJE NA AKCII (CZK)								
Čistý zisk (upr.)	51,4	36,5	34,4	27,3	28,7	33,1	32,3	34,3
Vlastní kapitál	498,0	477,4	464,7	459,0	460,5	466,9	472,4	480,2
Volný cash flow	75,7	34,2	53,5	49,0	29,2	37,0	45,4	49,9
Hrubá dividendy	40,0	40,0	33,0	33,0	27,3	26,7	26,8	26,5
TRŽNÍ OCENĚNÍ								
P/E (x)	8,6	11,8	14,4	20,6	19,6	17,0	17,4	16,4
Price/Operating cash flow (x)	3,0	4,0	5,1	5,1	5,5	5,5	5,2	5,0
Price/free cash flow (x)	5,9	12,6	9,3	11,5	19,3	15,2	12,4	11,3
Price/book value (x)	0,9	0,9	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Price/sales (x)	1,1	1,1	1,3	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5
Dividendový výnos (%)	9,0	9,3	6,6	5,9	4,9	4,8	4,8	4,7
EV/revenues (x)	1,8	1,9	2,0	2,4	2,4	2,3	2,3	2,2
EV/EBITDA (x)	5,9	6,8	7,6	8,2	8,1	7,7	7,5	7,2
EV/IC (x)	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

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

Akciovní analytici



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



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



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz



Monika Junické
(420) 222 008 509
monika_junické@kb.cz

Sektory



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



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

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

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

Akciovní analytik



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



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

Eurozóna



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

Severní Amerika



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

Čína



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

Korea



Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@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



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



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



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

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 sazeb pro Evropu



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

Vedoucí strategie sazeb 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



Úrokové deriváty
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

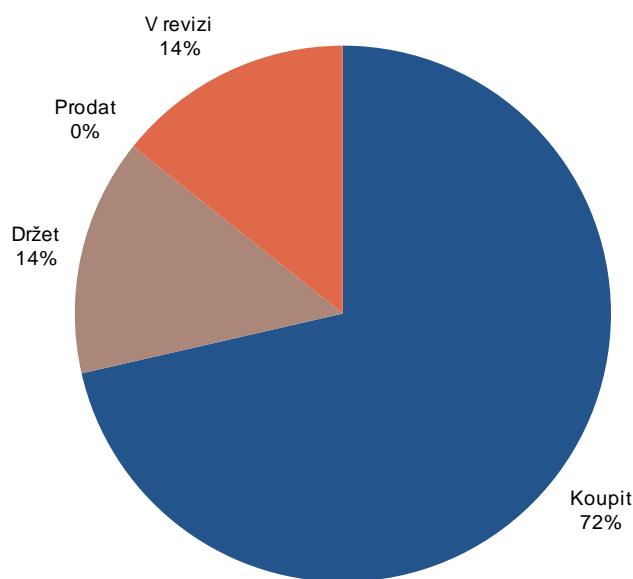
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 (7 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (ke dni 11. června 2018)



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 mezichase 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 a vztahy s jednotlivými emitenty

	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	v revizi	koupit	konec	koupit
Cílová cena	CZK 620	CZK 270	USD 5	CZK 17546	v revizi	EUR 26	pokryvání	CZK 93
Datum	11.6.2018	18.9.2017	27.7.2017	22.8.2017	17.5.2018	3.3.2017	9.5.2018	6.3.2018
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)								
Doporučení	koupit	držet	koupit	držet	prodat		prodat	koupit
Cílová cena	CZK 542	CZK 267	USD 4,2	CZK 13500	CZK 876		CZK 198	CZK 90
Datum	20.9.2017	31.1.2017	27.4.2017	25.5.2017	13.9.2017		4.1.2018	17.8.2017
Doporučení	držet	koupit	koupit	koupit	prodat		koupit	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	CZK 876		CZK 198	CZK 95
Datum	14.9.2016	9.12.2016	10.3.2017	13.6.2016	13.9.2017		30.11.2017	9.6.2017
Doporučení	koupit	držet			držet		v revizi	koupit
Cílová cena	CZK 420	CZK 260			CZK 876		v revizi	CZK 90
Datum	12.2.2016	22.3.2016			19.4.2017		9.11.2017	6.9.2016
Doporučení					koupit		držet	
Cílová cena					CZK 863		CZK 128	
Datum					20.5.2016		12.6.2017	
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>