

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

Ponecháváme doporučení *Koupit*, cílovou cenu upravujeme na 621 CZK

Koupit

Cena 23.07.20	474 CZK
12m cíl	621 CZK
Pot. růst ceny	31,0 %
Dividenda	34 CZK
Celkový výnos	38,2 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

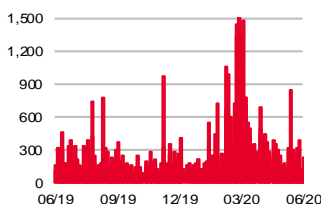
Expozice vůči cenám komodit
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC CEZsp.PR	Bloom CEZ CP
52týdenní rozmezí	347.4 - 535
Tržní kap. (mld. CZK)	255.0
Tržní kap. (mld. EUR)	9.7
Volně obchod. (%)	30
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-3.3 1.9 -10.6
Relativně k PX	-4.4 -7.7 1.5

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/CEZ_upd1906<https://bit.ly/CEZQ120results>https://bit.ly/CEZ_AGM_2020_CZ

Investiční doporučení: Potvrzujeme naše doporučení *Koupit* s novou cílovou cenou na 621 CZK (717 CZK v naší předchozí analýze). Loňský rok byl prvním rokem, kdy se podstatně zlepšilo hospodaření kvůli vyšším cenám elektřiny. Očekáváme, že realizační ceny elektřiny porostou a hospodaření bude minimálně na stávající úrovni. Plánované uzavírání jaderných a uhelných elektráren v Německu a omezování přebytku emisních povolenek by mohlo tlačit na další růst ceny povolenek a ceny elektřiny. Očekáváme plné maximální využití jaderných zdrojů s minimem odstávek pouze na doplňování paliva a běžnou údržbu. Také uvažujeme vyšší zapojení paroplynové elektrárny Počerady a intenzivnější využívání modernizovaných uhelných elektráren. Investice by měly směřovat především do provozu v Mělníku (tradiční energetika) a distribuce. V našich odhadech nepočítáme s jednorázovými událostmi, které by mohly ovlivnit výsledky skupiny. Jedná se o prodej bulharských a rumunských aktiv. ČEZ se plánuje zaměřit na domácí trh a vyspělé trhy (Německo) a chce dále rozvíjet ESCO služby. Dividendová politika, která počítá s výplatou 80 až 100 % upraveného čistého zisku je z našeho pohledu investory vítána. V horizontu naší prognózy počítáme s výplatou dividendy na horní hraně tohoto pásma. Naše analýza nepočítá s mimořádnou dividendou, nicméně pokud se dokončí prodej bulharských a zejména rumunských aktiv, mohlo by k ní dojít. To dokonce připustil i management společnosti.

Ocenění akcií jsme provedli na základě modelu diskontovaného volného cash flow. Fair value jsme odhadli na úrovni 603 CZK, cílová cena je pak stanovena o 3 % výše na 621 CZK kvůli sektorovému doporučení *Nadvážit*. Akcie je obchodována na násobcích 2020 P/E 14,3x vs. západoevropské utility 19,9x (celá Evropa 19,9x), 2020 EV/EBITDA 4,7x vs. 9,0x (9,0x) s dividendovým výnosem 7,8 % vs. 4,4 % (4,2 %).

Hlavní rizika: Z pohledu provozu považujeme za největší riziko neplánované odstávky výrobních zdrojů, zejména jaderných elektráren. To by znamenalo získat elektřinu jinde, za pravděpodobně vyšší cenu. Pokles ceny elektřiny se neprojeví na hospodaření okamžitě, ale se zpožděním. Je to dáno tím, že ČEZ předprodává elektřinu na několik let dopředu.

Finanční data	2019	2020f	2021f	2022f	Poměrové ukazatele	2019	2020f	2021f	2022f
Výnosy (mld. CZK)	206.2	214.6	216.4	225.5	P/E (x)	14.4	12.5	13.7	12.7
EBITDA marže	29.2	29.8	28.3	27.9	Price/free cash flow	28.3	15.1	8.4	15.5
Čistý zisk (mld. CZK)	14.5	22.5	20.6	22.2	Dividendový výnos (%)	4.7	6.3	7.8	7.2
Zisk na akcii (CZK)	35.3	43.1	39.5	42.4	Price/book value (x)	1.1	1.1	1.1	1.1
Dividenda na akcii (CZK)	24.0	34.0	42.0	39.0	P/S (x)	1.3	1.3	1.3	1.3
Úrokové krytí (x)	3.6	7.1	7.2	8.6	EV/S (x)	2.1	2.1	2.1	2.0
Výplatní poměr (%)	98.6	96.8	98.0	99.4	EV/EBITDA (x)	7.3	7.1	7.3	7.2
Čistý dluh / vl. kapitál (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	EV/IC (x)	1.1	1.1	1.1	1.1

Očekávané události: 11. srpna 2020 zveřejní ČEZ výsledky za druhý kvartál tohoto roku a 10. listopadu pak data za třetí čtvrtletí.

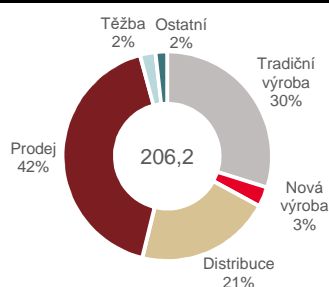
SOCIÉTÉ
GENERALE
GROUP

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

Základní přehled o společnosti

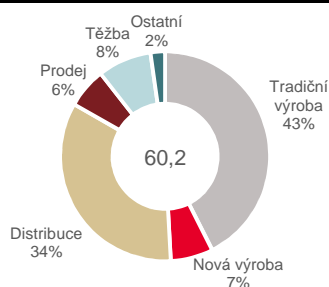
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Silné postavení společnosti v rámci celé Evropy Vertikální integrace od těžby uhlí, přes výrobu elektřiny až po její distribuci Široké portfolio výrobních zdrojů Růst v poskytování služeb v oblasti energetických úspor a chytrých řešení (ESCO služby) Relativně stabilní tržby a ziskovost díky distribuci 	<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"> Dividendová politika s vidinou výplaty mimořádné dividendy Dotace z Modernizačního fondu na investice do OZE Divestice v jihovýchodní Evropě Rostoucí ceny emisních povolenek s pozitivním dopadem na ziskovost firmy díky očekávanému poklesu jejich potřeby Zavírání jaderných a uhelných elektráren v západní Evropě 	<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 a rumunských aktiv Sektorové zdanění popř. jiná forma odvodu do státního rozpočtu nebo specializovaného fondu

Tržby podle segmentů (2019)

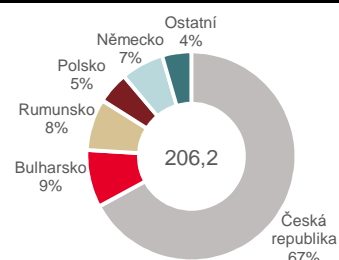


Zdroj: ČEZ; * údaje v mld. CZK

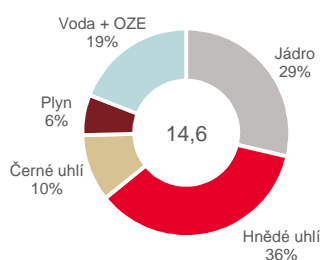
EBITDA podle segmentů (2019)



Tržby podle regionů (2019)

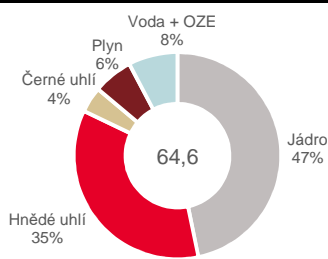


Instalovaná kapacita podle paliva (2019)



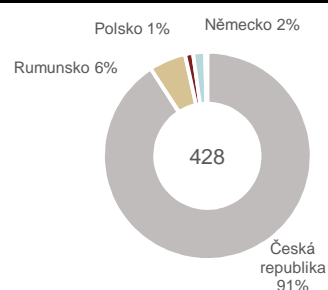
Zdroj: ČEZ; * údaj v GW

Výroba elektřiny podle paliva (2019)



* údaj v TWh

Dlouhodobá aktiva podle regionů (2018)



* údaj v mld. CZK

Trendy v sektoru

Ceny silové elektřiny

Ceny silové elektřiny v minulém roce klesly o 12,6 % z 51,4 EUR/MWh na 44,95 EUR/MWh na konci roku. Letos cena elektřiny oslabila až k úrovni cca 35 EUR/MWh, což bylo s největší pravděpodobností způsobeno také restriktivními opatřeními souvisejícími se zamezením šíření nákazy covid-19 a s následným poklesem poptávky. Nicméně z lokálních minim se cena vyšplhala zpět na 42 EUR/MWh. Ve sledovaném období, kontrakty futures naznačují, že by se cena elektřiny mohla vrátit ke 50 EUR/MWh. Růst by měl být podpořen očekávanou vyšší cenou emisních povolenek a uzavíráním jaderných a uhelných elektráren v Německu.

Emisní povolenky

Od září budou do rezervy umístěny další povolenky.

Po letošním březnovém propadu ceny emisní povolenky, kdy se cena téměř dotkla 15 EUR za jednu tunu CO₂, rostla v druhém a ve třetím čtvrtletí se dostala cena na svá historická maxima a atakuje hranici 30 EUR. Řádnému fungování tohoto trhu pomáhá tzv. rezerva tržní stability (MSR), která začala fungovat na začátku roku 2019. Jejím úkolem je zamezit velkému přebytku emisních povolenek, čímž by se systém obchodování s povolenkami EU ETS stal s největší pravděpodobností nefunkční a nevedlo by to k plánovaným investicím do snižování emisí. Nicméně povolenek je na trhu stále přebytek. Na základě dat Evropské komise aktuální přebytek činí 1,4 miliardy. V souladu s platnou evropskou legislativou tak bude od září 2020 do srpna 2021 do rezervy umístěno 24 % (332,5 milionů) celkových povolenek v oběhu. To by mělo dále podporovat jejich cenu. Do budoucna tak předpokládáme pokračující růst cen emisních povolenek. Tím by se měla obnovit motivační funkce systému pro investice do omezování produkce emisí. Růst cen povolenek by se současně měl promítnout i do vyšších cen silové elektřiny.

Uzavírání elektráren

Odklon Německa od konvenční výroby elektřiny.

Ve střednědobém horizontu může ceny elektřiny tlačit vzhůru i potenciální nedostatek konvenčních zdrojů v Německu, kde se plánuje do roku 2022 uzavřít veškeré jaderné zdroje o kapacitě 9,5 GW. Dále chce Německo do konce roku 2038 ukončit i spalování uhlí na výrobu elektřiny.

Uzavřený výkon konvenčních elektráren by měly nahradit obnovitelné zdroje. Na konci loňského roku tvořily v Německu obnovitelné zdroje 42 % spotřeby. Na druhou stranu obnovitelné zdroje nejen svou kapacitou ale hlavně podstatou nemusí být schopny plně kompenzovat razantní snížení kapacity konvenčních zdrojů. V loňském roce se v zemi výrazně propadla výstavba větrných elektráren. Zatímco v letech 2014-2017 činil roční přírůstek až 6 GW instalovaného výkonu, v posledních dvou letech se výstavba větrných elektráren propadla a loni dosáhla 2,2 GW.¹ Nedostatek výrobních kapacit by tak mohl přinést tlak na růst cen silové elektřiny ve středně až dlouhodobém horizontu.

Poptávka

Posledních několik zim bylo teplotně nadprůměrných. To se projevilo na poklesu cen komodit vstupujících pro výrobu elektřiny. Například cena uhlí klesla z maxim na konci roku 2018 o 42 %. Ani z dlouhodobějšího pohledu však nečekáme výrazný vliv poptávkové strany na cenu elektřiny, když předpokládáme pouze mírný nárůst spotřeby elektřiny. V dlouhém horizontu budou působit dva protichůdné faktory. Na jedné straně úsporná řešení budov, továren atd. a na druhé straně elektrifikace dopravy.

¹<https://oenergetice.cz/vetrne-elektrarny/instalovany-vykon-evropskych-vetrnych-elektraren-prekrocil-loni-hranici-200-gw>

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

Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Commodities, Commodities Outlook – Hanging by a thread published on 4 June 2019 at 4:02 p.m. CET

Pokles německých konvenčních zdrojů do roku 2023

Installed capacity (MW)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Lignite	21,033	21,033				15,000	15,000
Nuclear	10,799	9,515		8,113		4,055	0
Hard coal	25,341	24,462				15,000	15,000
Gas	29,789	29,767				29,767	29,767
Oil	4,474	4,433				4,433	4,433
Total conventional	91,436	89,210				68,255	64,200
			vs. 2018			-23%	-28%
Wind - onshore	50,291	52,444					
Wind - offshore	5,427	6,396					
Hydro	11,315	11,325					
Biomass	7,780	7,900					
Solar	43,300	45,929					
Waste	1,850	1,850					
Total renewables	119,963	126,844					
Other	4,629	4,629					
Total capacity (MW)	216,028	219,683					

Cena akcií ČEZ zaostává za vývojem ceny elektřiny.

Přestože změna cen silové elektřiny se projeví v hospodaření ČEZu se zpožděním kvůli předprodejům elektřiny na další roky, akcie společnosti historicky výrazně korelovaly s aktuálním vývojem cen silové elektřiny. V poslední době je patrná určitá divergence. To může být dáno začátkem diskusí a vývojem situace týkající se dostavby nového jaderného zdroje. Tomuto tématu se věnujeme níže. Z našeho pohledu pro ČEZ z možné výstavby nového nukleárního bloku neplynou žádná významnější rizika. Očekáváme tak, že by se korelace cen akcií ČEZ a elektřiny mohla opět obnovit.

Vývoj akcií ČEZ vs. ceny elektřiny v Německu



Zdroj: Bloomberg

Hospodaření společnosti

Letošní rok

EBITDA by nově měla dosáhnout 61-64 mld. CZK, čistý zisk pak 19-22 mld. CZK.

U příležitosti reportu za první kvartál snížil management ČEZu původní projekce na tento rok. EBITDA by měla nově dosáhnout 61-64 mld. CZK (původní projekce byla 63-65 mld. CZK). Došlo také k úpravě očekávání upraveného čistého zisku na 19-22 mld. CZK (původně 21-23 mld. CZK). Za mírným poklesem očekávání je mimo jiné negativní dopad pandemie covid-19 na distribuci, prodej, těžbu. V našich projekcích čekáme naplnění cíle u EBITDA a mírně lepší výsledek u čistého zisku. Očekáváme, že objem vyrobené elektřiny mírně klesne z 64,6 TWh na 64,1 TWh. Důvodem je zejména pokles výroby v jaderných elektrárnách vzhledem k delším odstávkám a nižší výroba v uhelných elektrárnách. To bude částečně kompenzovat vyšší výroba obnovitelných zdrojů. Očekáváme, že jaderné elektrárny vyrobí necelých 30 TWh, což je o 1,5 % méně v meziročním srovnání. Výkon uhelných by měl klesnout přibližně stejně na 26,1 TWh. Příznivé podmínky (nižší cena plynu) by také měla nahrát vyšší výrobě v paroplynové elektrárně v Počerady. V meziročním srovnání rovněž čekáme výrazně vyšší ceny elektřiny, a to o 28 %. U segmentů distribuce a prodej odhadujeme mírný pokles distribuovaného a prodaného objemu elektřiny koncovým zákazníkům. Meziročně nižší výkon čekáme také od těžby, což je způsobeno nižší poptávkou po uhlí. Celkové tržby v tomto roce odhadujeme o zhruba 4 % výše v porovnání s loňským rokem a měly by přesáhnout 214,6 mld. CZK. EBITDA by mohla dle našich odhadů činit 63,9 mld. CZK a očištěný čistý zisk 23 mld. CZK.

Odhady KB letošních výsledků ČEZ

mld. Kč	2019	2020e	změna
Tržby	206,2	214,6	4,1 %
EBITDA	60,2	63,9	6,1 %
Provozní zisk	26,4	34,2	29,6 %
Čistý zisk	14,5	22,6	55,5 %
Upravený čistý zisk	18,9	23,0	21,9 %

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prodej bulharských aktiv ovlivní především cash flow, na zisk bude mít pouze minimální vliv, ale ne letos.

Jednorázové vlivy pro letošní rok

V naší analýze s žádným jednorázovým vlivem nepočítáme. Nedokážeme odhadnout jestli dojde k dokončení prodeje bulharských aktiv. Po předchozím nezdaru s prodejem do rukou společnosti Inercom, uzavřel ČEZ vloni v červnu smlouvu o koupi bulharských aktiv se společností Eurohold. Kupní cena byla stanovena na 335 mil. EUR (cca 8,8 mld. CZK). Vzhledem k účetní hodnotě prodávaných společností a kupní ceně, podstatný vliv na čistý zisk nečekáme. Transakce ovlivní zejména cash flow.

Prodej bulharských společností se zpozdil z důvodu napadení transakce Komisí pro ochranu hospodářské soutěže a odkladem rozhodnutí kvůli nákaze covid-19. Nedokážeme odhadnout, jak dlouho může celý proces trvat. V letošním roce ale s dokončením transakce nepočítáme.

Připomínáme, že v případě Bulharska se jedná o prodej zejména distribučních společností. ČEZ drží v těchto firmách 67% podíl.

Divestice rumunských aktiv.

Kromě prodeje bulharských aktiv, prodává ČEZ i rumunské společnosti. Jedná se o prodejní a distribuční společnost a větrné parky Fântânele a Cogeaalac.

Prodej začal na podzim 2019. ČEZ registruje zájem kupujících ve formě 19 nezávazných nabídek. Jednání stále probíhají, nicméně stejně jako v případě Bulharska, nečekáme, že by k prodeji došlo ještě v tomto roce.

Stát bude garantovat stavbu nového jaderného bloku. ČEZ může projekt prodat státu.

Výstavba nového jaderného bloku

Nejistota spojená s výstavbou nové jaderné jednotky má negativní vliv na obchodování s akcemi ČEZu. Nový blok by se měl stavět ve stávající jaderné elektrárně Dukovany. Je to jednoduše extrémně velký projekt. Jednak v druhé polovině, kdy by mělo dojít k samotné realizaci stavby, bude velmi investičně náročný. A za druhé je to opravdu běh na dlouhou trať a předpokládáme, že bude trvat kolem 20 let. Ve světle stavby nových jaderných bloků jinde v Evropě, které se násobně prodražují a nabírají mnohaleté zpoždění, je to již zmíněná nejistota, která se vznáší na společnosti a investorům na apetitu jistě nepřidá.

Stát by měl projekt garantovat. Jednak by měl zajistit právní a regulační prostředí, garantovat financování a měl by také vykupovat veškerou elektřinu v novém bloku vyrobenou za předem stanovenou cenu. Ta bude vycházet z investičních nákladů, nákladů na provoz plus nákladů na financování. **Velmi důležitá je tzv. put opce, kterou bude mít ČEZ. Na jejím základě bude moci odprodat celý projekt do rukou státu** za vynaložené náklady. Vláda připravuje dvě smlouvy, rámcovou a prováděcí, která by měla ošetřit první etapu projektu. Následně je vláda musí projednat s Evropskou komisí.

Pokud to zjednodušíme, tak bychom mohli stavbu rozdělit na dvě části. První administrativní, která by měla vyřešit veškerá povolení a také např. soutěž na dodavatele. A druhou, kdy se začne se samotnou fyzickou realizací stavby. První, administrativní, část by podle ČEZu mohla trvat do roku 2030 a následně by začala konstrukční perioda. Dokončení se odhaduje kolem roku 2038. S první fází jsou spojené minimální kapitálové investice, které by v následujících letech měly činit zhruba 3 mld. CZK. S konstrukční částí, která by mohla začít až za 10 let, se ale investiční náklady raketově zvýší.

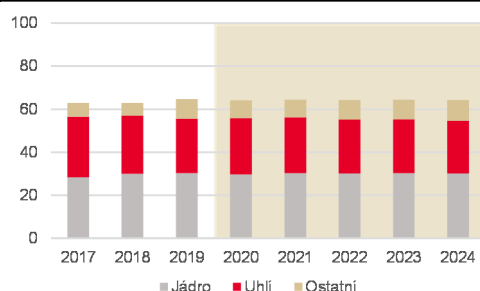
Současná cena akcií je z našeho pohledu podhodnocená a odráží rizika tohoto projektu. Neoprávněně. Zejména výše zmíněná prodejní opce by měla být zárukou, že ČEZ na projektu neprodělá. Ale nakonec to může dopadnout úplně jinak. Během dlouhé přípravné fáze se můžou objevit ekonomicky přijatelnější varianty, jak nahradit dosluhující elektrárny a k samotné realizaci stavby by tak vůbec nemuselo dojít.

Dlouhodobé odhady

Výroba z uhlí v dlouhodobém horizontu výrazně poklesne.

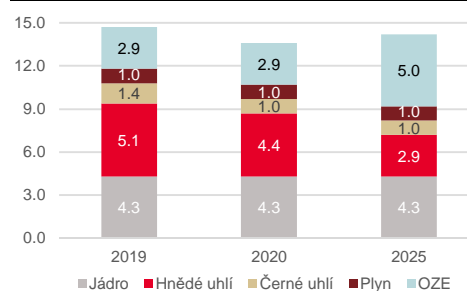
V našich odhadech počítáme s plným využitím jaderných elektráren. Očekáváme co nejkratší odstávky na nezbytné úkony (výměna paliva, pravidelné kontroly/opravy). Předpokládáme, že výroba v jaderných zdrojích se bude v následujících letech pohybovat nad 30 TWh ročně. Potenciální rozšiřování jaderných zdrojů v naší analýze nezohledňujeme. V našich projekcích jsme naopak zohlednili plány společnosti na postupné snižování kapacity uhelných zdrojů. Do roku 2025 společnost očekává snížení kapacity těchto elektráren z 6,5 na 5,0 GW. V roce 2025 by měly být v provozu již elektrárny s výkonem pouze 3,9 GW, poté by měly fungovat jen modernizované závody v Pruněřově, Tušimicích a Ledvicích. U prvních dvou se očekává jejich životnost 25 let, Ledvice by měly být v provozu až 40 let. Hlavní pokles výrobní kapacity je tak plánován u nerekonstruovaných zdrojů bez dostupnosti vlastního uhlí. Přesto ale v horizontu následujících pěti let nečekáme významné snížení vyrobeného množství elektřiny z uhlí, když předpokládáme, že moderní zdroje budou postupně zvyšovat výrobu k plné kapacitě s minimem odstávek s tím, jak budou nahrazovat postupně zavírané elektrárny. Instalovaný výkon plynových a přečerpávacích elektráren očekáváme dlouhodobě nezměněný okolo 1 GW, respektive 1,2 GW. Výroba z obnovitelných zdrojů by měla nabírat na významu. Jejich kapacita je v současné době 1,7 GW a ČEZ ve svých dlouhodobých výhledech uvádí pro rok 2025 3,8 GW (rozvoj obnovitelných zdrojů závisí na regulačních podmínkách).

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Plánovaný vývoj mixu výrobní kapacity (GW)



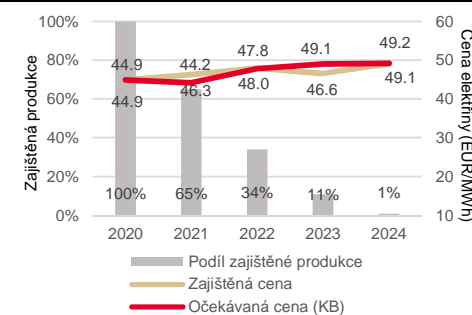
Zdroj: ČEZ

Podstatný růst realizovaných cen elektřiny v tomto roce.

Realizační ceny elektřiny porostou

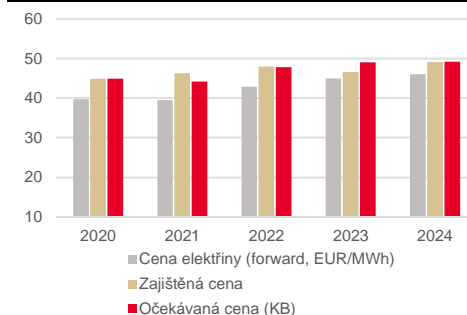
Na začátku minulého roku se cena německé elektřiny, s kterou cena české elektřiny koreluje, pohybovala na úrovni 50 EUR/MWh. Nicméně průměrná cena za minulý rok byla 48,1 EUR/MWh. Letos je cena elektřiny na burze nižší, kolem 40 EUR/MWh (průměr). Mezi důvody poklesu řadíme i situaci způsobenou pandemií covid-19. Z lokálních minim na konci března se cena elektřiny dokázala vzpamatovat a posílila o 25 % na aktuálních 40 EUR. Loni prodával ČEZ elektřinu za asi 39 EUR/MWh. Letos ČEZ čeká, že by průměrná realizační cena měla být kolem 44,9 EUR/MWh. Vzhledem k tomu, že ČEZ elektřinu prodává dopředu, tato cena odráží vyšší ceny elektřiny na konci roku 2018 a v průběhu minulého roku. Pro příští rok měla společnost ke konci března zajištěny dodávky ze dvou třetin za průměrnou cenu 46,3 EUR/MWh. Celkovou průměrnou cenu včetně prodejů sezónních a špičkových produktů odhadujeme pro následující rok zhruba na hranici 44 EUR/MWh. V dalších letech pak čekáme její růst. Naše predikce cen komodit vychází z forwardových křivek a našich předpokladů vývoje energetického trhu.

Rozsah zajištění prodejů a průměrné ceny



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávané vyšší realizační ceny (EUR/MWh)



Zdroj: ČEZ, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

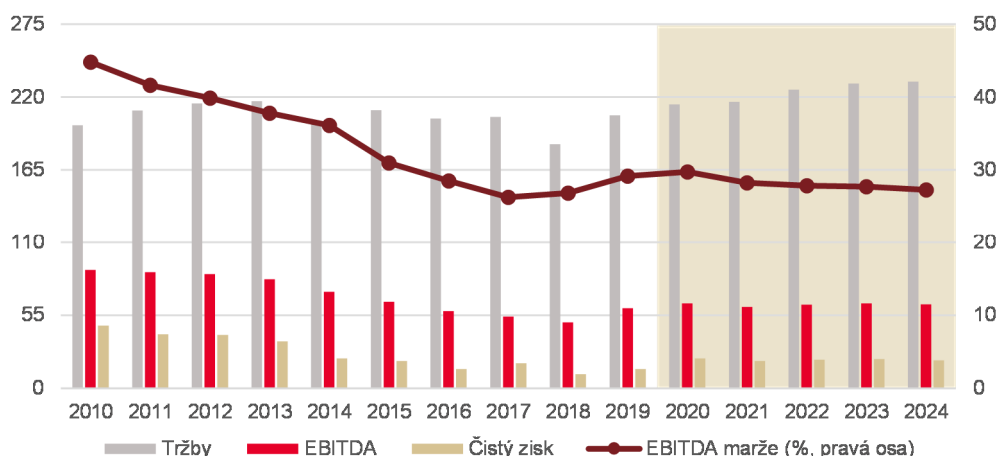
EBITDA se zabydlela nad 60 mld. CZK.

Prognózy výsledků hospodaření

Naše prognózy jsme upravili v souladu s očekávanými cenami silové elektřiny. Tržby by měly letos měly vzrůst o asi 4 % dosáhnout 214,6 mld. CZK. Ve sledovaném období čekáme průměrný roční růst o 2,4 %. EBITDA loni pokořila hranici 60 mld. CZK a nad touto hranicí by měla zůstat i celém sledovaném období.

Do dlouhodobých projekcí nezahrnujeme jednorázové vlivy potenciálních prodejů aktiv v Bulharsku, Rumunsku případně Turecku nebo Polsku. Rovněž nekalkulujeme v predikcích s výsledky soudních sporů se SŽDC. Čistý zisk by po loňských 18,9 mld. CZK měl letos vyšplhat na 23 mld. CZK a odhadujeme, že nad úrovní 20 mld. CZK by měl zůstat po celé sledované pětileté období.

Odhady výsledků ČEZ (mld. Kč)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ČEZ je schopen platit v následujících letech dividendu na úrovni 100 % čistého zisku.

Dividendová politika

Současný dividendový výplatní poměr je 80 až 100 % čistého zisku upraveného o jednorázové vlivy. Akcionáři na nedávné valné hromadě schválili návrh managementu společnosti na výplatu dividendy z ložského zisku ve výši 34 CZK na akcii, což znamená nárůst o 10 CZK ve srovnání s předchozí distribucí. Výplatní poměr tak činí 97 % konsolidovaného čistého zisku upraveného o mimořádné vlivy. I v dalších letech předpokládáme, že výplatní poměr se bude blížit 100 %. Vrátime se tak do doby kdy ČEZ platil 40 CZK na akcii. Hrubý dividendový výnos by se mohl pohybovat kolem 7 %. Při takovéto dividendě by mělo zůstat zadlužení ČEZu na komfortní úrovni kolem hodnoty 2,5x (čistý dluh / EBITDA).

Očekávaná výplata dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V našich odhadech nepočítáme s žádnou mimořádnou dividendou. Nicméně pokud by se podařilo dokončit prodej aktiv v jihovýchodní Evropě, zejména v Rumunsku, mohlo by k tomu dojít.

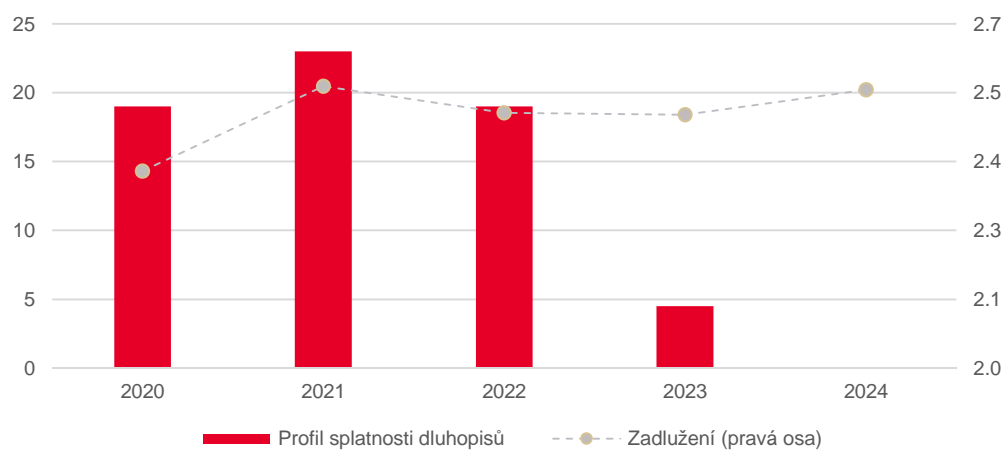
Zadlužení

Zadlužení je komfortní. Nižší obsluha dluhu vzhledem k levnějšímu refinancování.

Management společnosti má cíl na zadlužení měřené poměrem čistá dluh k zisku EBITDA v intervalu 2,5x až 3,0x. V posledním reportu za první čtvrtletí tohoto roku je zadlužení 2,6x, což je pohodlně v plánovaném rozpětí. V našich předpokladech počítáme s tím, že zadlužení bude kolem hranice 2,5x.

V následujících letech čeká ČEZ refinancování dluhu v řádu cca 70 mld. CZK. Vzhledem k příznivým podmínkám na trhu předpokládáme, že se společnosti podaří emitovat dluhopisy s podstatně nižším kupónem. To se projeví na poklesu úrokových nákladů. To by se mělo naplno projevit od roku 2023, kdy čekáme roční úspory na úrokových nákladech ve výši cca 1,5 mld. CZK.

Profil splatnosti vydaných dluhopisů (mld. CZK) a míra zadlužení



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění

Sektorové srovnání

ČEZ se obchoduje s mírným diskontem vůči sektoru. Vymyká se vysoká dividendy.

Současné tržní ocenění akcií ČEZ jsme porovnali s vývojem jeho konkurentů v západní i střední Evropě (zejména polské společnosti). Z následující tabulky je patrné, že ocenění je mnohem bližší ocenění společnostem v západní Evropě. Násobky P/E a EV/EBITDA jsou mírně nižší, to znamená, že se ČEZ obchoduje s mírnou slevou vůči svým konkurentům. Dividendový výnos je ale podstatně vyšší, než je v sektoru obvyklé. ČEZ nabízí investorům nejvyšší dividendový výnos ve srovnání s ostatními energetickými společnostmi.

Oproti polským energetikám je ocenění podstatně vyšší. Ty jsou však do velké míry obchodovány s určitým diskontem kvůli politickým a regulačním rizikům.

Sektorové srovnání

	P/E akt.	P/E 2021	P/E 2022	P/S akt.	P/S 2021	EV/ Sales 2021	EV/ Sales 2022	EV/ EBITDA akt.	EV/ EBITDA 2021	EV/ EBITDA 2022	Div. výnos akt.	Div. výnos 2021	Div. výnos 2022
ČEZ (odhad KB)	14.3	13.7	12.7	1.2	1.3	2.1	2.0	4.7	7.3	7.2	n/a	7.8	7.2
ČEZ (konsensus)	14.3	11.9	13.3	1.2	n/a	1.3	1.4	4.7	4.8	5.1	n/a	8.2	8.4
EDP - Energias de Portugal SA	27.3	21.6	19.4	1.2	0.8	2.4	2.4	9.6	9.9	9.5	4.1	4.4	4.8
E.ON SE	210.1	17.1	15.1	0.5	n/a	1.0	0.9	16.4	8.6	8.2	4.4	4.5	4.8
Electricite de France SA	5.8	22.1	16.9	0.4	n/a	1.1	1.1	5.2	5.1	4.7	3.2	4.2	4.7
Endesa SA	39.5	15.3	15.1	1.3	1.2	1.6	1.6	7.3	8.2	8.0	n/a	7.4	5.8
Enel SpA	39.0	16.3	15.2	1.1	1.0	1.8	1.8	8.9	8.2	7.8	4.4	4.5	4.9
Engie SA	12.6	14.4	10.7	0.5	0.5	1.0	1.0	7.5	6.2	5.6	0.0	7.1	7.6
EVN AG	8.0	13.4	11.3	1.2	1.2	1.7	1.7	6.9	7.2	6.4	3.4	3.4	3.4
Fortum Oyj	7.8	11.9	12.8	3.2	0.2	0.6	0.4	13.1	9.7	7.9	6.0	6.0	6.3
Iberdrola SA	19.9	19.9	18.7	2.1	1.8	3.1	3.0	11.5	11.1	10.5	3.4	3.9	4.2
RWE AG	n/a	20.7	16.9	1.6	0.5	1.6	1.5	9.0	8.2	7.4	0.8	2.5	3.0
Verbund AG	29.2	28.3	27.3	3.7	n/a	4.8	4.7	14.5	14.3	13.9	n/a	1.8	2.7
MEDIÁN západní Evropa	19.9	16.7	15.2	1.2	1.0	1.6	1.5	9.0	8.2	7.9	3.4	4.4	4.8
PGE Polska Grupa Energetyczna	n/a	14.4	6.4	0.3	n/a	0.7	0.7	n/a	5.0	4.0	n/a	0.0	0.0
Energa SA	n/a	10.4	7.2	0.3	n/a	0.8	0.8	6.6	5.6	5.1	n/a	0.0	0.0
Enea SA	5.7	3.9	3.2	0.2	n/a	0.7	0.7	3.4	4.1	3.7	n/a	0.0	0.0
Tauron Polska Energia SA	n/a	6.4	4.3	0.3	n/a	0.9	1.0	10.0	6.0	5.0	n/a	0.0	0.0
MEDIÁN střední Evropa	5.7	8.4	5.3	0.3	0.8	0.8	0.8	6.6	5.3	4.5	0.0	0.0	0.0
SEKTOROVÝ MEDIÁN	19.9	15.3	15.1	1.1	0.9	1.1	1.1	9.0	8.2	7.4	3.4	3.9	4.2
ČEZ vs. sektor (konsensus)	-28%	-22%	-12%	12%		17%	25%	-47%	-41%	-31%		113%	99%
ČEZ vs. sektor (odhad KB)	-28%	-11%	-16%	12%	46%	82%	82%	-47%	-10%	-4%		101%	71%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 621 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2024, jehož hlavní parametry a výstupy ukazuje tabulka na následující straně. Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 603 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 (+3 %):** Société Générale doporučuje nadřazovat sektor utilit kvůli zajímavému dividendovému výnosu a nízké expozici vůči ekonomickému vývoji.² Zvyšujeme tak tento faktor na +3 %.

² Analýza Société Générale: The Big Picture – Harvesting with care, zveřejněna 8. června 2020 v 7:50 CET

■ **Atraktivita společnosti (0 %):** Akcie nabízí zajímavý dividendový výnos. 100% výplatní poměr je dle nás udržitelný vzhledem k tomu, že velké investice spojené s možnou výstavbou nového jaderného zdroje budou ve větším realizovány nejdříve v horizontu 10 let. Na druhou stranu atraktivitu akcií do jisté míry může snižovat fakt, že společnost je aktivní jak v oblasti „čisté“, tak „špinavé“ energetiky.

■ **Spekulativní potenciál (0 %):** Akcie se sice pro tento rok obchodují s diskontem vůči sektoru, ale pro příští roky jsou na více méně srovnatelných násobcích se západoevropskými konkurenty.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme zvýšili cílovou cenu pro akcie ČEZ na 621 CZK (fair value plus 3 %). Hlavním důvodem je pozitivní dopad vyšších cen elektřiny na odhadovanou ziskovost firmy a tvorbu cash flow.

Ocenění akcií ČEZ

	2020	2021	2022	2023	2024	LT
Kalkulace požadované úrokové míry						
bezriziková úroková míra	0.9%	1.0%	1.6%	2.1%	2.3%	2.3%
beta	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
akciová riziková přírážka	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
riziková přírážka země	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
náklady vlastního kapitálu	8.0%	8.1%	8.8%	9.2%	9.4%	9.4%
váhu dluhu	38.5%	37.6%	37.6%	37.9%	38.3%	38.3%
náklady dluhu (po dani)	2.8%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
WACC	6.0%	6.2%	6.6%	6.8%	6.9%	6.9%
Model diskontovaných cash flow (mld. CZK)						
EBITDA	63.9	61.2	62.8	63.9	63.9	
Amortizace jaderného paliva	4.1	4.2	4.2	4.3	4.3	
Zaplacená daň	-5.6	-5.1	-5.5	-5.6	-5.4	
Změna pracovního kapitálu a rezerv	-6.2	10.7	-2.1	-1.6	-0.9	
Kapitálové investice	-37.1	-36.4	-40.8	-37.4	-33.9	
FCFF	19.1	34.5	18.7	23.6	27.9	
price / free cash flow	15.1	8.4	15.5	12.2	10.3	
Současná hodnota of FCFF	18.7	31.7	16.1	19.0	21.1	
Současná hodnota FCFF do roku 2024	106.6					
Současná hodnota FCFF po roce 2024	440.4					
Čistý dluh	162.1					
Rezervy (jádro, doly, skládky)	65.2					
Finanční investice	4.2					
Investice v joint ventures	3.3					
Podíl minorit	4.6					
Odhad hodnoty vlastního kapitálu	322.5					
Fair value (CZK na akcii)	603					
Cílová cena (CZK na akcii)	621					

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Citlivost cílové ceny na změnu parametrů

		WACC				
		5.9%	6.4%	6.9%	7.4%	7.9%
Dlouhodobý růst	1.0%	621	538	470	412	363
	1.5%	722	621	538	470	412
	2.0%	849	722	621	538	470
	2.5%	1014	849	722	621	538
	3.0%	1236	1014	849	722	621

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Ceny elektřiny** – Ceny akcií ČEZ jsou výrazně ovlivněny vývojem cen elektřiny na evropských trzích. Významné odchýlení německých cen elektřiny od našich prognóz může způsobit odlišný vývoj zisků ČEZ, než nyní předpokládáme.
- **Výrobní mix** – V následujících letech počítáme ve výrobě elektřiny s maximálním využitím jaderných elektráren. Pokud by došlo k delším neplánovaným odstávkám jaderných jednotek, znamenalo by to nižší marže.
- **Obnova výrobního portfolia** – ČEZ vesměs dokončil modernizaci svých uhelných elektráren. Největšími investičními projekty jsou v současnosti nová teplárna a modernizace distribuce. Zbytek vynaložených prostředků v následujících letech je součástí běžných investic. Výstavba nového jaderného bloku bez státní garance by mohla 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 a významné zásahy státu do regulace v balkánských zemích, ze kterých se společnost snaží odejít, jsou příkladem výrazných regulatorních a politických rizik, která mohou 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.
- **Akvizice** – Případné akvizice nejsou zahrnuty v našich prognózách. Mezi hlavní možné dopady patří zvýšení konsolidovaných zisků ČEZ, ale i zvýšení čistého dluhu. Velké akvizice mohou mít pozitivní i negativní vliv na naši cílovou cenu a doporučení v závislosti na parametrech transakce.
- **Daňová reforma** – Čas od času se objevují návrhy politiků na vyšší zdanění velkých společností. Dodatečné zdanění energetických firem nyní na stole není. Nicméně uvalení sektorové daně by způsobilo nižší čistý zisk, což by se odrazilo na nižší výplatě dividend.

Finanční údaje ČEZ

mil. CZK	2016	2017	2018	2019	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT									
Tržby	203,744	205,092	184,486	206,192	214,601	216,415	225,522	230,311	232,883
Materiálové náklady	-105,806	-127,126	-105,564	-118,395	-116,170	-117,837	-123,680	-125,857	-126,962
Mzdové náklady	-19,158	-22,086	-25,620	-28,820	-30,912	-33,427	-34,764	-36,155	-37,601
Ostatní náklady	-15,123	-1,938	-4,213	-6,282	-3,656	-3,972	-4,245	-4,389	-4,466
EBITDA	58,082	53,921	49,535	60,175	63,863	61,179	62,833	63,910	63,853
Odpisy	-32,092	-29,535	-29,905	-33,876	-29,620	-29,596	-29,818	-30,440	-30,775
Provozní zisk	26,114	25,620	19,759	26,429	34,243	31,582	33,015	33,470	33,078
Úrokové výnosy	303	235	315	403	347	376	430	439	443
Úrokové náklady	-2,762	-3,761	-5,177	-5,473	-5,159	-4,787	-4,249	-4,224	-4,199
Ostatní finanční výnosy	-1,494	-1,618	-1,800	-1,893	-2,097	-2,217	-2,338	-2,459	-2,745
Ostatní finanční náklady	-2,733	2,277	420	-1,055	500	500	500	500	500
Zisk před zdaněním	19,428	22,753	13,517	18,411	27,834	25,454	27,358	27,726	27,077
Daň z příjmu	-4,753	-3,794	-3,017	-3,911	-5,288	-4,836	-5,198	-5,268	-5,145
Čistý zisk	14,575	18,959	10,500	14,500	22,546	20,618	22,160	22,458	21,932
Odpisy majetku	-5,065	-1,741	-2,600	-4,400	-500	-500	-500	-500	-500
Očištěný čistý zisk	19,640	20,700	13,100	18,900	23,046	21,118	22,660	22,958	22,432

ROZVAHA									
Základní kapitál	49,553	49,722	50,265	50,914	50,914	50,914	50,914	50,914	50,914
Nerozdělený zisk	207,259	200,296	184,456	199,847	204,203	202,352	203,648	203,637	203,100
Vlastní kapitál	256,812	250,018	234,721	250,761	255,117	253,266	254,562	254,551	254,014
Dlouhodobý dluh	142,265	132,475	142,440	142,570	141,857	141,148	140,442	139,740	139,041
Ostatní dlouhodobé závazky	3,957	3,335	31	31	31	31	31	31	31
Investovaný kapitál	403,034	385,828	377,192	393,362	397,005	394,445	395,035	394,322	393,086
Dlouhodobá aktiva	426,895	428,019	415,908	428,088	431,613	435,999	439,673	443,878	448,009
Nehmotná dlouhodobá aktiva	21,983	26,804	31,127	37,429	34,593	36,692	38,791	40,890	42,989
Finanční investice	96,313	74,961	142,943	113,332	117,209	100,895	101,871	103,517	105,192
Hotovost a krátkodobé cenné papíry	11,226	12,623	7,278	9,755	9,044	15,869	13,863	10,482	7,348
Zásoby	12,474	18,716	26,458	37,682	38,151	38,908	38,562	38,501	38,443
Pohledávky	50,184	53,027	73,855	67,218	72,763	73,349	76,348	77,920	78,767
Ostatní aktiva	9,411	9,756	9,874	11,070	11,181	11,404	11,746	12,099	12,462
Krátkodobý dluh	27,737	21,832	18,526	29,323	30,117	29,816	29,518	29,223	28,931
Obchodní závazky	46,656	48,263	63,346	66,872	68,242	68,918	69,601	70,291	70,987
Rezervy	86,573	93,284	92,497	110,138	112,013	117,775	123,540	129,306	135,075
Ostatní závazky	64,486	74,699	155,882	104,879	107,176	102,162	103,161	104,146	105,131
Investovaný kapitál	403,034	385,828	377,192	393,362	397,005	394,445	395,035	394,322	393,086
Celková aktiva	628,486	623,906	707,443	704,574	714,553	713,117	720,855	727,288	733,210

CASH FLOW									
Zisk před zdaněním	19,328	22,753	13,517	18,411	27,834	25,454	27,358	27,726	27,077
Odpisy	28,978	29,305	28,139	29,016	29,120	29,096	29,318	29,940	30,275
Amortizace jaderného paliva	3,158	3,725	4,027	4,096	4,137	4,178	4,220	4,262	4,305
Ostatní nepeněžní operace	7,136	2,565	7,986	21,409	5,091	4,410	3,819	3,787	3,759
Změna pracovního kapitálu	-1,421	-5,524	-10,396	-20,990	-6,601	10,508	-2,233	-1,760	-1,057
Placené daně	-6,689	-4,207	-3,327	-4,136	-5,593	-5,114	-5,497	-5,571	-5,441
Čisté placené úroky	-2,183	-3,286	-4,777	-5,023	-4,812	-4,411	-3,819	-3,785	-3,756
Přijaté dividendy	646	481	182	148	148	148	148	148	148
Provozní cash flow	48,953	45,812	35,351	42,931	49,325	64,269	53,314	54,747	55,311
Cash flow z investiční aktivity	-34,571	-20,212	-25,901	-32,363	-37,100	-36,400	-40,800	-37,400	-33,900
Placené dividendy	-21,333	-17,859	-17,613	-12,861	-18,189	-22,469	-20,864	-22,469	-22,469
Cashflow s finanční aktivity	-16,638	-24,203	-14,795	-8,091	-12,935	-21,044	-14,521	-20,728	-24,545
Změna v hotovosti	-2,256	1,397	-5,345	2,477	-711	6,825	-2,006	-3,381	-3,134

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje ČEZ

	2016	2017	2018	2019	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f
POMĚRY (%)									
EBITDA marže	28.5	26.3	26.9	29.2	29.8	28.3	27.9	27.7	27.4
Provozní marže	12.8	12.5	10.7	12.8	16.0	14.6	14.6	14.5	14.2
Hrubá marže	9.5	11.1	7.3	8.9	13.0	11.8	12.1	12.0	11.6
Čistá marže (upr.)	9.6	10.1	7.1	9.2	10.7	9.8	10.0	10.0	9.6
Úrokové krytí (x)	10.6	7.3	4.1	3.6	7.1	7.2	8.6	8.8	8.8
Čistý zisk / vlastní kapitál (x)	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Čistý dluh / EBITDA (x)	2.7	2.6	3.1	2.7	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
ROE	7.5	8.2	5.4	7.8	9.1	8.3	8.9	9.0	8.8
ROA	3.2	3.3	2.0	2.7	3.2	3.0	3.2	3.2	3.1
ROCE	4.8	5.2	3.4	4.9	5.8	5.3	5.7	5.8	5.7
Dividendový výplatní poměr	77.8	90.4	85.8	98.6	96.8	98.0	99.4	99.7	98.4
ÚDAJE NA AKCII (CZK)									
Čistý zisk (upr.)	36.8	38.7	24.5	35.3	43.1	39.5	42.4	42.9	41.9
Vlastní kapitál	480.7	467.9	438.7	468.7	476.9	473.4	475.8	475.8	474.8
Volný cash flow	34.4	53.9	31.2	18.0	35.8	64.5	34.9	44.1	52.2
Hrubá dividendy	40.0	33.0	33.0	24.0	34.0	42.0	39.0	42.0	42.0
TRŽNÍ OCENĚNÍ									
P/E (x)	11.7	12.8	21.8	14.4	12.5	13.7	12.7	12.6	12.9
Price/Operating cash flow (x)	4.0	5.0	6.6	5.2	4.8	3.9	4.6	4.5	4.5
Price/free cash flow (x)	12.5	9.2	17.1	28.3	15.1	8.4	15.5	12.2	10.4
Price/book value (x)	0.9	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Price/sales (x)	1.1	1.3	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
Dividendový výnos (%)	9.3	6.6	6.2	4.7	6.3	7.8	7.2	7.8	7.8
EV/revenues (x)	1.9	2.0	2.4	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA (x)	6.8	7.6	9.0	7.3	7.1	7.3	7.2	7.1	7.1
EV/IC (x)	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2

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
Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz



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



Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz



Finanční trhy
František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz



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

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ



Hlavní ekonom Rosbank
Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
evgeny.koshelev@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG
Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro



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



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



Ekonom Rosbank
Anna Zagrina
(7) 495 662 1300
anna.zaigrina@rosbank.ru

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM



Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky
Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com



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



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



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



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



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



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



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



Japonsko
Takuji Aida
(81) 3 6777 8063
takuji.aida@sgcib.com



Čína
Wei Yao
(33) 1 5729 6960
wei.yao@sgcib.com



Čína a okolí
Michelle Lam
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@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, cross-asset a kvantitativního výzkumu
Kokou Agbo Bloua
+44 20 7762 5433
kokou.agbo-bloua@sgcib.com



Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů
Guy Stear
(33) 1 4113 6399
guy.stear@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb
Adam Kurpiel
(33) 1 4213 6342
adam.kurpiel@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro Evropu
Ciaran O'Hagan
(33) 1 4213 5860
ciaran.ohagan@sgcib.com



Dluhopisový trh a SSA
Cristina Costa
(33) 1 5898 5171
cristina.costa@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro USA
Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



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



Jean-David Ciotteau
(33) 1 4213 7252
jean-david.ciotteau@sgcib.com



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



Kevin Ferret
(44) 20 7676 7073
kevin.ferret@sgcib.com



Rohit Gaurav
(91) 80 6731 8958
rohit.gaurav@sgcib.com



Michael Chang
(1) 212 278 5307
michael.chang@sgcib.com



Vedoucí strategie pro 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



Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů
Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



Bertrand Delgado
(1) 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com



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



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



Marek Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.drima@sgcib.com

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

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

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

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

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

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

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

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

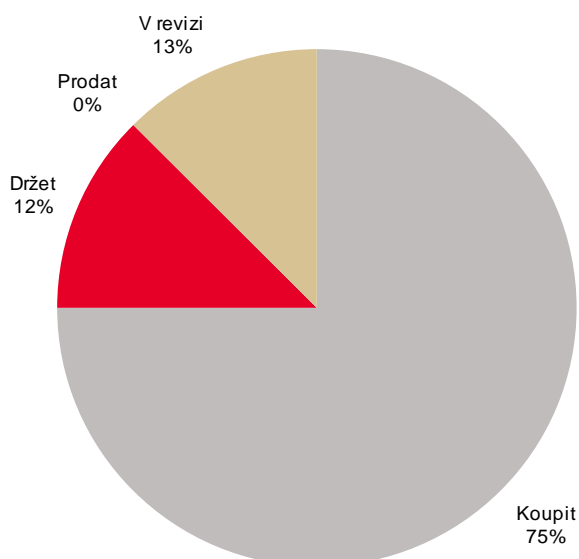
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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

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

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (8 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

KOUPIT: odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců

DRŽET: odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců

PRODAT: odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezitím 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.

	Avast	CME	ČEZ	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon- wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů									
Doporučení	koupit	držet	koupit	koupit	koupit	koupit	v revizi	koupit	Konec
Cílová cena	GBP 466	není cena	CZK 621	CZK 482	CZK 97	CZK 293	v revizi	CZK 18308	pokrývání
Datum	30.08.2019	12.11.2019	23.07.2020	04.07.2019	29.10.2019	08.01.2020	30.04.2020	03.12.2018	
Cena v den publikace	GBP 380	USD 4,4	CZK 474	CZK 291	CZK 76,3	CZK 234	CZK 624	CZK 14800	EUR 24,7
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců		12 měsíců	12 měsíců
Autor	J. Kostka	M. Frayer	B. Trampota	J. Kostka	M. Frayer	B. Trampota	B. Trampota	J. Kostka	M. Frayer
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	v revizi	USD 5,2	CZK 717	CZK 484	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 17546	EUR 26
Datum	14.08.2019	28.03.2019	10.06.2019	26.09.2018	07.03.2019	12.12.2018	01.04.2019	22.08.2017	03.03.2017
Doporučení	koupit	koupit	koupit		koupit	držet	držet	držet	
Cílová cena	GBP 342	USD 5	CZK 620		CZK 93	CZK 270	CZK 924	CZK 13500	
Datum	15.06.2018	27.07.2017	11.06.2018		06.03.2018	18.09.2017	26.10.2018	25.05.2017	
Doporučení		koupit	koupit		koupit	držet		koupit	
Cílová cena		USD 4,2	CZK 542		CZK 90	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum		27.04.2017	20.09.2017		17.08.2017	31.01.2016	17.05.2018	13.06.2016	
Doporučení		koupit			koupit	koupit	prodat		
Cílová cena		USD 3,7			CZK 95	CZK 267	CZK 876		
Datum		10.03.2017			09.06.2017	22.03.2016	13.09.2017		
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	2x ročně	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	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	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	ne
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	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	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny.								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

* Autor investičního doporučení vlastní 635 ks akcií emitenta Moneta Money Bank. Autor není oprávněn nabývat další akcie žádného emitenta zde uvedeného.

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka