

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

Rekordní ceny elektřiny pozitivně ovlivní hospodaření

Koupit

Cena 10.12.21	801 CZK
12m cíl	905 CZK
Pot. růst ceny	13,1 %
Dividenda	44 CZK
Celkový výnos	18,6 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

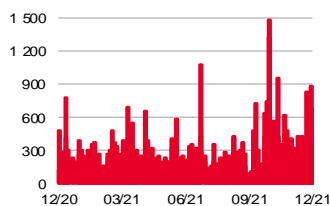
Expozice vůči cenám komodit
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC	CEZsp.PR	Bloom	CEZ CP
52tydenní rozmezí			460,5 - 837
Tržní kap. (mld. CZK)			430,7
Tržní kap. (mld. EUR)			16,9
Volně obchod. (%)			30
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	7,0	17,1	70,3
Relativně k PX	4,6	7,0	18,3

Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Pro akcie společnosti ČEZ vydáváme **novou cílovou cenu 905 CZK** a **potvrzujeme doporučení Koupit**, které zůstává tak beze změny. Předcházející cílová cena byla 621 CZK.

Vzhledem k velké inflaci cen energetických komodit došlo k významnému růstu ceny elektřiny. To by mělo pozitivně ovlivnit hospodaření ČEZu zejména od roku 2023. Nicméně vzhledem k prudkému nárůstu cen by měl být vliv patrný již i ve výsledcích příštího roku. Pozitivní pro cenu elektřiny je také plánované uzavírání klasických emisních elektráren v Evropě. Velkou výhodou ČEZu je, že produkuje více než polovinu elektřiny z bezemisních jaderných elektráren. To v kombinaci s ekologizací svých pánevních elektráren znamená docela nízkou emisní intenzitu ČEZu a v období vysokého růstu ceny emisních povolenek nespornou konkurenční výhodu. Předpokládáme využití jaderných elektráren v maximální možné míře s minimem odstávek pouze na doplňování paliva a standardní údržbu. Investice by měly směřovat především do obnovitelných zdrojů, transformace emisní výroby na nízkoemisní, distribuce a rozvoje ESCO služeb.

ČEZ má velmi atraktivní dividendovou politiku. Mezi své akcionáře distribuuje až 100 % upraveného čistého zisku. Navíc, stejně jako letos, bude i výplata v příštím roce vyvýšena o prostředky z prodeje, tentokrát bulharských aktiv.

Ocenění akcií jsme provedli na základě modelu diskontovaného volného cash flow. Fair value jsme odhadli na úrovni 854 CZK, cílová cena je pak stanovena o 6 % výše na 905 CZK kvůli sektorovému doporučení *Nadvážit a atraktivitě* společnosti. Akcie je obchodována na násobcích 2022 P/E 17,3x vs. západoevropské utility 13,6x (celá Evropa 12,6x), 2022 EV/EBITDA 8,5x vs. 8,5x (7,9x) s dividendovým výnosem 5,5 % vs. 4,6 % (4,2 %).

Hlavní rizika: Mezi hlavní rizika jasně patří disponibilita výrobních zdrojů, zejména jaderných elektráren, kde jsou nejvyšší marže. Dále to pak je riziko poklesu ceny elektřiny. Vzhledem k předprodejům na příští roky by se na hospodaření neprojevovalo okamžitě, ale se zpožděním. Nicméně my v naší sledovaném horizontu pokles cen elektřiny neočekáváme. Naopak, měla by se držet na vysokých úrovních. Ve srovnání s cenami posledních let by se mělo jednat o rekordní ceny.

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

Poslední analýza a komentář:

https://bit.ly/CEZ_upd2020_CZ
https://bit.ly/CEZ_BGRexit_CZ
https://bit.ly/CEZ_3Q21_results_CZ

Očekávané události: Výsledky ČEZu za celý rok 2021 by měly být zveřejněny v březnu 2022.

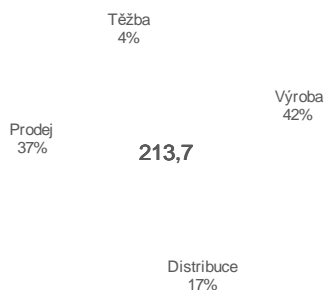
SOCIETE
GENERALE
GROUP

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

Základní přehled o společnosti

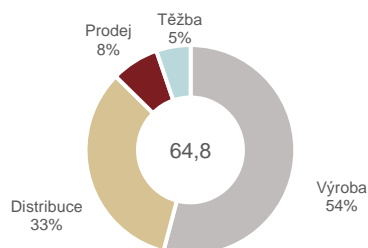
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Silné postavení společnosti v rámci celé Evropy Vertikální integrace při celém procesu výroby elektřiny až po její distribuci Široké portfolio výrobních zdrojů Prudký rozvoj v poskytování služeb v oblasti energetických úspor a chytrých řešení (ESCO služby) Nízká emisní intenzita 	<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 výhledem mimořádné výplaty Dotace z Modernizačního fondu na investice do OZE 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 Případné sektorové daně či jiná forma odvodu do státního rozpočtu nebo specializovaného fondu

Tržby podle segmentů (2020)



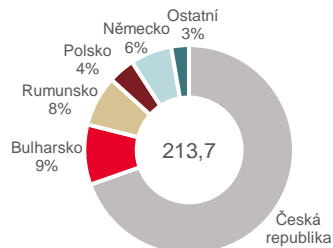
Zdroj: ČEZ; * údaje v mld. CZK

EBITDA podle segmentů (2020)



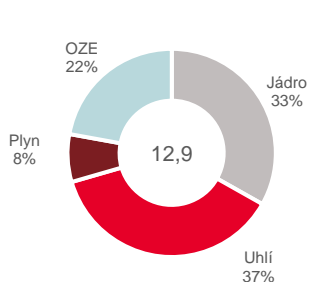
Zdroj: ČEZ; * údaje v mld. CZK

Tržby podle regionů (2020)



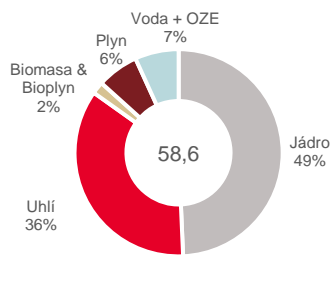
Zdroj: ČEZ; * údaje v mld. CZK

Instalovaná kapacita podle paliva (2020)



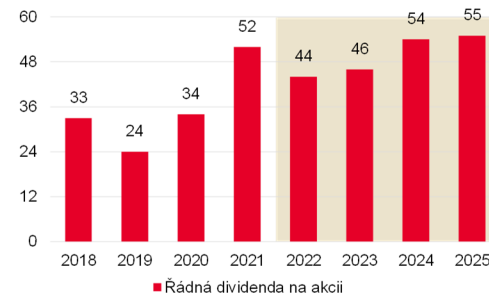
Zdroj: ČEZ; * údaj v GW

Výroba elektřiny podle paliva (2020)



Zdroj: ČEZ; * údaj v TWh

Dividenda na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trendy v sektoru

Ceny silové elektřiny

Ceny silové elektřiny v tomto roce doslova vystřelily nahoru a snadno překonaly historická maxima. Na začátku roku se elektřina obchodovala na 50 EUR / MWh. Nyní je cena na zhruba 180 EUR, to znamená asi +260 % nárůst od začátku roku. K prudkému nárůstu došlo v druhé polovině roku. Nikoho nepřekvapí, že důvodem je dramatický vzestup cen energetických komodit. Zejména plyn, ale také emisní povolenky a uhlí. Samozřejmě nepomáhá probíhající odstavování konvenčních, zejména jaderných elektráren, nejen v Německu. Zde si každý klade otázku, jestli se odstavenou kapacitu podaří plnohodnotně nahradit a čím.

Pokud jde o výhled, futures kontrakty naznačují, že v dalších letech by měla cena klesnou blíže k 80 EUR / MWh.

Plyn

Rekordní ceny plynu vzhledem k nejistotě dodávek.

Cena plynu vzrostla od začátku roku o 400 % na 92 EUR / MWh z 19 EUR. V říjnu dokonce překonala 120 EUR, následně došlo ke korekci na dnešní kotace. Růst začal zhruba v pololetí. Na cenu na plyn měla vliv loňská delší zima. Zásobníky tak nebyly naplněny tak jako před rokem. Ale hlavním důvodem je otazník nad dodávkami před stávající zimní sezónou. Podle futures kontraktů by se měla cena plynu postupně klesnou zpátky k 20 EUR.

Emisní povolenky

Emisní povolenky na historických maximech.

Nyní se cena povolenky pohybuje na historických maximech nad 80 EUR/t oproti 30 EUR na začátku roku. To znamená růst o asi 170 %. Za tím je velký růst poptávky spojený s ekonomickým oživením po lockdownu kvůli pandemii. To ve spojení s nižší nabídkou a jistě i za přispění investorů spekulujících na růst znamenalo současný vzestup. Určitě také nepomohly přísnější cíle na snižování skleníkových plynů.

Připomínáme, že systém obchodování s emisními povolenkami je politický projekt, který měl sloužit k ochraně životního prostředí. Kvůli vysokému přebytku začala v roce 2019 fungovat tzv. rezerva tržní stability (MSR), která přebytek povolenek reguluje.

Uhlí

Také cena uhlí podstatně vzrostla.

Na začátku roku stálo uhlí 70 USD/t. Na začátku října se cena dostala až k 190 USD/t, následovala korekce na 106 USD. V relativním srovnání to od začátku roku znamená ve srovnání s ostatními zmíněnými komoditami zdražení o „mírných“ +50 %. Důvodem je vysoká poptávka pramenící v Číně, která z politických důvodů přestala odebírat uhlí z Austrálie.

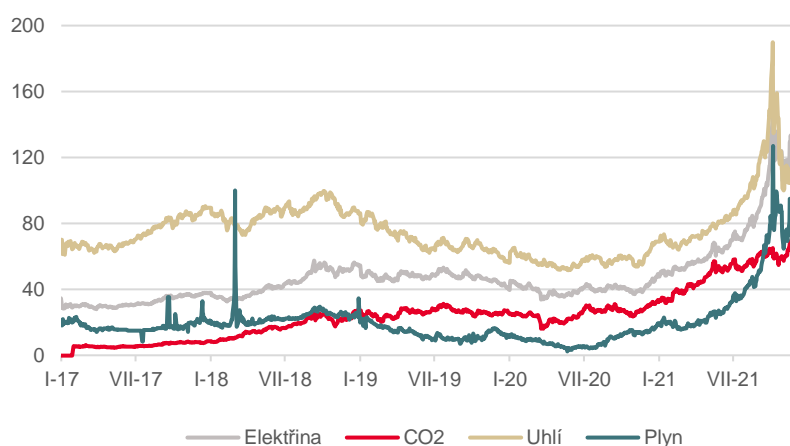
Uzavírání elektráren

Odklon od klasických elektráren.

Nejen v Německu probíhá uzavírání klasických uhelných a jaderných elektráren. Německo zavře na konci příštího roku svou poslední jadernou elektrárnu. A nová vláda, ve které mají zastoupení Zelení, plánuje ukončit výrobu z uhlí již v roce 2030. To je podstatný rozdíl proti roku 2038, se kterým počítal kabinet A. Merkelové. Výpadek výkonu by měly nahradit obnovitelné zdroje, pravděpodobně v kombinaci s plynovými elektrárnami. V loňském roce generovaly obnovitelné zdroje 50,5 % elektřiny. Nicméně v první polovině tohoto roku klesla výroba obnovitelných zdrojů na 44 %.

Potenciální nedostatek stabilních zdrojů je jedním z důvodů růstu cen elektřiny. Obnovitelné zdroje svou podstatou nemusí být schopny plně kompenzovat snížení kapacity konvenčních zdrojů.

Cena elektřiny (€/MWh), CO (€/MWh), uhlí (USD/t) a plynu (€/MWh)



Zdroj: Bloomberg

Cena akcií ČEZ zaostává za vývojem ceny elektřiny.

Hospodaření ČEZu reaguje na růst respektive na změnu ceny elektřiny se zpožděním. Je to dáno politikou společnosti předprodávat elektřinu dopředu na další roky. Akcie společnosti historicky víceméně korelovaly s vývojem cen silové elektřiny. V poslední době je patrná určitá divergence, zejména v posledních třech letech. V roce 2019 a 2020 to bylo kvůli nejistotě plynoucí z plánované dostavby nového jaderného zdroje. Výstavba jádra by ale neměla mít na ČEZ negativní vliv, jak popisujeme níže v textu. A v tomto roce došlo k prudkému růstu cen elektřiny, na který akcie ČEZu nereagovaly. Důvodem je zároveň růst energetických surovin, emisních povolenek, uhlí a hlavně plynu.

Vývoj akcií ČEZ vs. ceny elektřiny v Německu



Zdroj: Bloomberg

Hospodaření společnosti

Letošní rok

Projekce pro tento rok se opět zvýšily. Cíl na EBITDA je 59-60 mld. CZK a čistý zisk 19-21 mld. CZK.

Pokaždé v tomto roce, kdy ČEZ reportoval kvartální výsledky, došlo také na zvýšení celoročních cílů. Naposledy se tak stalo 9. listopadu. Zisk na úrovni EBITDA by nově měl být v rozmezí 59-60 mld. CZK (oproti předchozím 58-60 mld. CZK). Co se týká čistého zisku, společnost by podle svých očekávání měla dodat 19-21 mld. CZK (oproti původně uváděným 18-20 mld. CZK). Důvody pro navýšení projekce jsou hlavně vyšší zisk z obchodování s komoditami a vrátka daně související s darovací daní na emisní povolenky, která ovlivní pouze čistý zisk. Největším rizikem pro hospodaření je podle našeho názoru disponibilita výrobních zdrojů nicméně předpokládáme, že ČEZ své cíle splní.

V našich odhadech čekáme EBITDA u horní hranice cíle ČEZu na úrovni 59,9 mld. CZK. U čistého zisku pak naše projekce počítají s 21,4 mld. CZK, což je mírně nad vyšší hranicí cíle společnosti. Celkové tržby by pak měly být 214,9 mld. CZK. Objem výroby elektřiny by měl letos klesnout na 55,7 TWh z 60,9 TWh. Za poklesem je jednak prodej rumunského větrného parku, tzn. pokles výroby z obnovitelných zdrojů. U uhlí je to prodejem a ukončením provozu některých elektráren. U plynu pak vysoké ceny jak plynu, tak emisních povolenek. To bohužel nebude moci kompenzovat vyšší výroba v jaderných elektrárnách. V meziročním srovnání budou vyšší realizační ceny elektřiny. Ty by se měly vyšplhat na 52 EUR/MWh pro rok 2021 z 45,5 EUR v 2020. U segmentu distribuce odhadujeme mírný pokles distribuovaného a prodaného objemu elektřiny koncovým zákazníkům. Nižší bude také sektor těžby kvůli nižší produkci zejména vlastních uhelných elektráren.

Odhady KB výsledků ČEZ za rok 2021

mld. Kč	2020	2021 (odhad KB)	změna
Tržby	213,7	214,9	0,5 %
EBITDA	64,8	59,9	-7,5 %
Provozní zisk	12,6	19,0	50,6 %
Čistý zisk	5,5	8,7	59,4 %
Upravený čistý zisk	22,8	21,4	-6,2 %

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Divestice rumunských a bulharských aktiv

Letos dokončil ČEZ prodej rumunských i bulharských aktiv.

Na konci prvního čtvrtletí se ČEZu podařilo dokončit prodej rumunských aktiv. Jednalo se o větrné parky Fântânele a Cogeaalac a prodejní a distribuční společnost. Připomínáme, že asi třetina z těchto prostředků byla vyplacena akcionářům nad rámec standardní dividendy.

K prodeji bulharských aktiv (distribuce a prodej) došlo na konci července. Prodejní cena dosáhla 335 mil. EUR, což odpovídá 8,6 mld. CZK nebo 16 CZK na jednu akcii. Očekáváme, stejně jako v případě Rumunska, že část výnosů vyplátí ČEZ akcionářům. Podrobněji se k dividendovému výhledu vrátíme dále v textu..

Prodej polských aktiv v nedohlednu.

Kromě aktiv na Balkáně se ČEZ snaží prodat i polské teplárny. Bohužel kvůli nízkým nabídnutým cenám byl prodej zastaven a ČEZ bude výrobní zdroje provozovat dále.

Mnoho let se prodávají se také turecké operace, ale i v tomto případě bez úspěchu.

Případnou stavbu nového jaderného bloku by měl ze 100 % financovat stát.

Výstavba nového jaderného bloku

Nejistota spojená s výstavbou nového jaderného bloku měla v posledních třech letech negativní vliv na obchodování s akcemi ČEZu. **Nové jaderné bloky by měl ze 100 % financovat stát.** Tím se tento mrak nejistoty rozplynul.

Rozhodnutí o stavbě nového jaderného bloku by měla učinit až nová vláda, která se nyní tvoří. Tendru, který se zřejmě vypíše příští rok, by se měly účastnit tři zájemci: francouzská EdF, kanadský Westinghouse a korejská firma KHNP. Všechny tyto firmy dostaly bezpečnostní dotazník, který vyplněný vrátili v listopadu. Nyní je třeba je vyhodnotit a o dalším osudu rozhodne vláda. Předpokládáme, že celý projekt musí schválit také EU.

Pokud k realizaci tohoto gigantického projektu dojde, rozdělili bychom ho na dvě části, 1/ administrativní, kdy je třeba vyřešit veškeré papírování, a 2/ samotnou realizaci stavby. Obě by měly trvat kolem deseti let. První, administrativní, část by mohla skončit kolem roku 2029. Konstrukční fáze a její dokončení se předpokládá kolem roku 2036. Připomínáme, že veškeré současné stavby nových jaderných bloků se hodně prodlužují a několikanásobně prodražují. Uvedené termíny se nám zdají opravdu velmi optimistické. S první fází jsou spojené minimální kapitálové investice. S fyzickou realizací stavby, která by měla začít za téměř 10 let, se ale investiční náklady raketově zvýší.

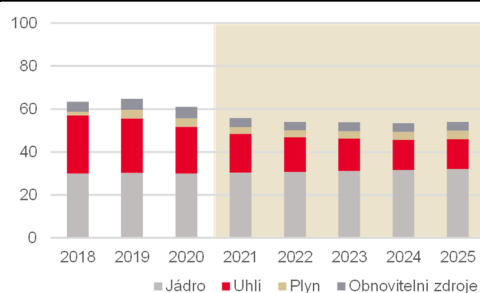
Pokud se vůbec začne, tak se během první administrativní fáze několikrát změní vláda. Jak a jestli k postavení nového bloku dojde, neumíme odhadnout. Nicméně by ho měl celý financovat stát. Takže hrozba, že by se na tomto velmi rizikovém projektu podílel sám ČEZ, pominula. Pokud by se skutečně podařilo nový nukleární blok postavit, poskytl by ČEZ své know-how a blok by provozoval. Za to by samozřejmě dostával management fee.

Dlouhodobé odhady

Zvýšení výroby z obnovitelných zdrojů a jaderné elektřiny. Pokles výroby z uhlí.

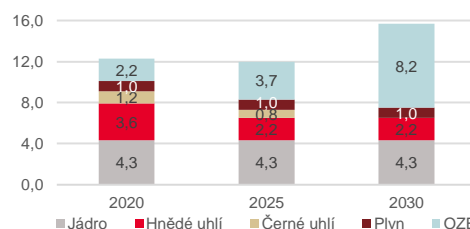
Zásadní podíl na výrobě elektřiny ČEZu budou mít stávající jaderné elektrárny. Očekáváme co nejkratší odstávky na nezbytné úkony (výměna paliva, pravidelné kontroly/opravy). Výroba by měla dosáhnout až 32,0 TWh v roce 2025 z letošních očekávaných 30,5 TWh. S rozšířením portfolia jaderných elektráren nepočítáme. Co se týká emisních zdrojů, zejména výroby z uhlí, tato produkce by měla postupně klesat. Instalovaná kapacita uhelných elektráren se sníží na 3,0 GW v roce 2025 a 2,2 GW v roce 2030 z 4,8 GW v 2020. Fungovat by měly jen modernizované elektrárny v Prunéřově, Tušimicích a Ledvicích. Odstavovat se budou nerekonstruované zdroje bez dostupnosti uhlí z vlastních Severočeských dolů. Od roku 2038 by neměla být v provozu žádná uhelná elektrárna. Instalovaný výkon plynové elektrárny v Počeradech, která je relativně nová, očekáváme beze změn okolo 1 GW. Výroba z obnovitelných zdrojů v tomto roce podstatně klesne. A to vzhledem k prodeji rumunského větrného parku ke konci prvního čtvrtletí. Postupně by ale opět měla vzrůst. Rozvoj OZE budou také podporovat dotace z Modernizačního fondu. Z 2,2 GW instalovaného výkonu v roce 2020 by kapacita měla vzrůst na 3,7 GW v roce 2025.

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Plánovaný vývoj mixu výrobní kapacity (GW)



Zdroj: ČEZ

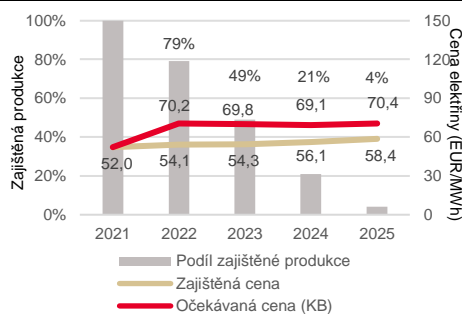
Strmý růst cen elektřiny bude mít pozitivní vliv na hospodaření.

Realizační ceny elektřiny porostou

Jak je vidět na grafu na str. 4, od začátku letošního roku cena elektřiny prudce roste. Důvodem je růst cen energetických komodit, emisních povolenek, uhlí ale hlavně plynu. Na začátku roku se elektřina obchodovala na burze za asi 51 EUR nyní je to kolem 180 EUR. Vzhledem k tomu, že ČEZ prodává elektřinu dopředu, zejména na nejbližší dva roky, měl by se její cenový růst projevit na hospodaření společnosti až v roce 2023. Nicméně kvůli velkému cenovému nárůstu bude pozitivní vliv patrný již v příštím roce. Cena futures kontraktů na další roky ale postupně klesá z 180 EUR pro 2022 na 90 EUR pro 2025.

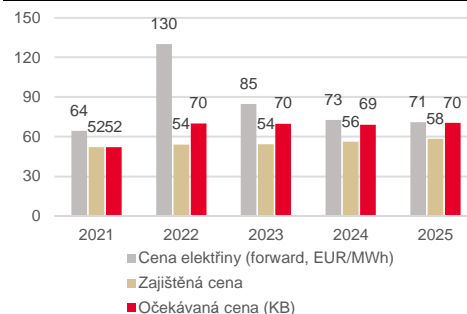
Letošní produkci elektřiny prodával ČEZ zas cca 52 EUR za MWh. Příští rok čekáme růst o cca 30 % na 69 EUR. Prodejní cenu zajištěné dodávky elektřiny (base load) odhadujeme v následujících letech na asi 70 EUR/MWh. **Nicméně celková průměrná cena bude vyšší. Bude také zahrnovat prodej v elektřiny ve špičce (peak load). Celková cena elektřiny by se tak mohla dostat až k hranici 80 EUR** nebo dokonce nad ní. Na pravém dolním grafu je vidět zajištěná cena, námi odhadovaná cena a cena na příští roky (forward).

Rozsah zajištění prodeje 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; * forward je průměr od 30. 9. 2021

Zisk EBITDA míří nad 70 mld. CZK.

Prognózy výsledků hospodaření

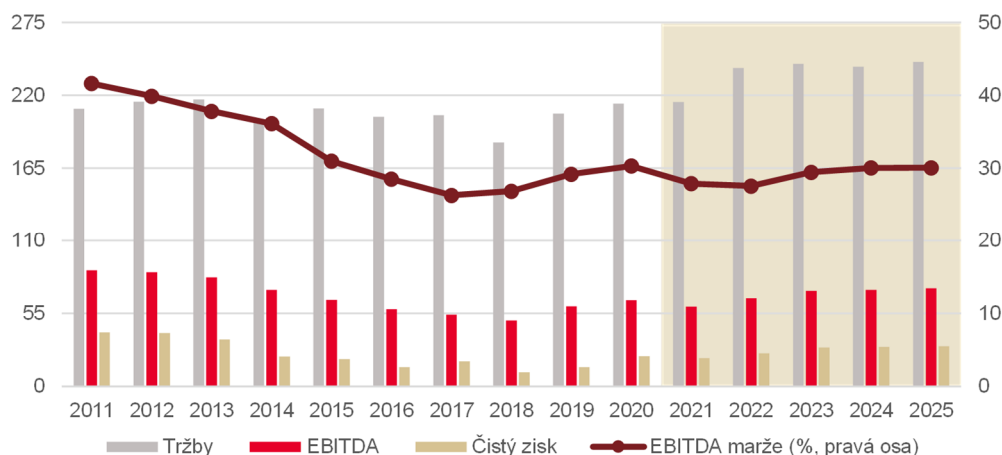
Ve sledovaném období předpokládáme, že tržby porostou ve sledovaném období (2021-2025) průměrným ročním tempem 3,3 %. Z 213,8 mld. CZK reportovaných v roce 2020 by měly dosáhnout 244,6 v roce 2025.

EBITDA v roce 2020 byla téměř 65 mld. CZK. Letos tento ukazatel odhadujeme na 60 mld. CZK. Za poklesem stojí prodej bulharských a zejména rumunských aktiv. V našich projekcích odhadujeme průměrný růst o 5,2 %. V posledním sledovaném roce by EBITDA měla dosáhnout 73,4 mld. CZK. Projekce managementu na letošní výsledek je 59-60 mld. CZK.

Upravený čistý zisk by se měl v posledním sledovaném roce vyšplhat na 30,1 mld. CZK. Letos čekáme 21,4 mld. CZK po loňských 22,8 mld. CZK. Připomínáme, že upravený čistý zisk slouží

jako základna pro výpočet dividendy. Rostoucí hospodaření znamená rostoucí dividendu, viz níže.

Odhady výsledků ČEZ (mld. Kč)



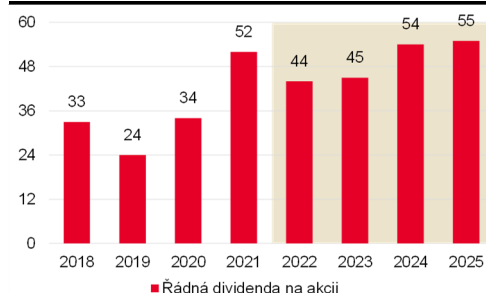
Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dividendová politika

Ke 100% výplatě čistého zisku by mělo dojít k distribuci prostředků z prodaných bulharských aktiv.

Současný dividendový výplatní poměr je 80 až 100 % čistého zisku upraveného o jednorázové vlivy. Letos vyplatil ČEZ 52 CZK na jednu akcii. To odpovídá 100 % konsolidovaného čistého zisku upraveného o mimořádné vlivy plus část fondu z prodeje rumunských aktiv (cca 42 + 10 CZK). Dividenda v příštím roce, tzn. ze zisku tohoto roku, bude také navýšena o výplatu prostředků z prodeje, tentokrát bulharských aktiv. Odhadujeme, že celková dividendu by mohla být 44 CZK (39 + 5 CZK). To by odpovídalo hrubému výnosu zhruba 5,5 %. Vzhledem k očekávanému růstu hospodaření a silné schopnosti tvorby hotovosti předpokládáme, že ČEZ bude schopen vyplácet podíl na zisku vyšší než 50 CZK. To by mělo znamenat hrubý dividendový výnos kolem 7 %.

Očekávaná výplata dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kromě příštího roku, kdy dojde k mimořádné výplatě z prodeje bulharských aktiv, s další extra dividendou nepočítáme. Je pravda, že ČEZ prodává nebo prodával také polská aktiva, ale soutěž byla zrušena. Dlouhodobě se také nedaří prodat turecké operace.

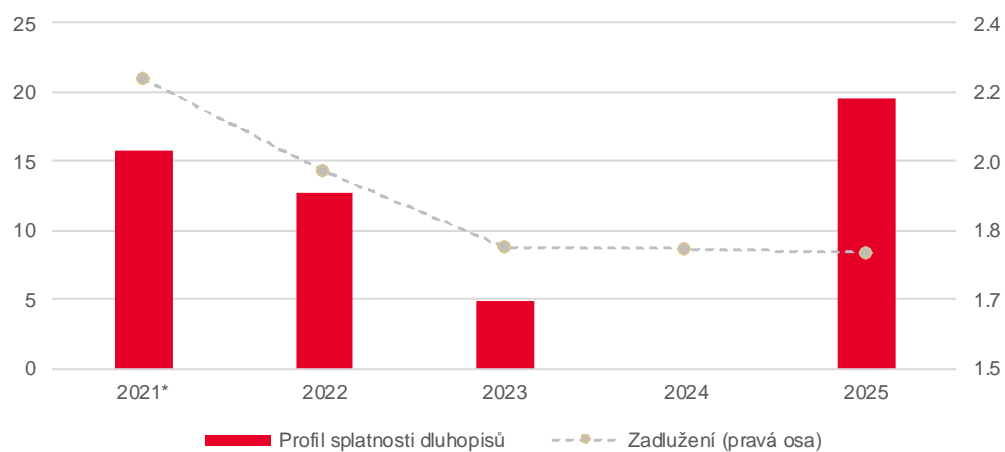
Zadlužení

Zadlužení je komfortní. Nižší obsluha dluhu je důsledkem levnějšího refinancování.

Cílem ČEZu je držet zadlužení pod hranici 3,0x (čistý dluh k zisku EBITDA). Podle prognóz managementu by v roce 2025 měla dosáhnout 2,5x a v roce 2030 3,0x. V prvních devíti měsících tohoto roku je zadluženost 2,1x a drží se tedy pohodlně v cíleném rozpětí.

V následujících letech čeká ČEZ refinancování dluhu v řádu cca 40 mld. CZK. To by se mohlo projevit na poklesu úrokových nákladů. Zatímco v roce 2020 zaplatil ČEZ na úrocích 5,3 mld. CZK, v dalších letech odhadujeme, že obsluha dluhu bude kolem 4,2 mld. CZK.

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



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; * 541 mil. EUR (cca 14 mld. CZK) bylo splaceno 19. října

Ocenění

Sektorové srovnání

ČEZ se obchoduje smíšeně vůči sektoru. Vymyká se vysoká dividendy.

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 společností v západní Evropě. Násobky P/E a EV/EBITDA jsou smíšené. U forwardových ukazatelů se obchoduje s mírnou slevou vůči svým konkurentům. Navíc nabízí vysoký dividendový výnos, který je podstatně vyšší, než je v sektoru obvyklé.

Sektorové srovnání

	P/E akt.	P/E 2022	P/E 2023	P/S akt.	P/S 2022	EV/ Sales 2022	EV/ Sales 2023	EV/ EBITDA akt.	EV/ EBITDA 2022	EV/ EBITDA 2023	Div. výnos akt.	Div. výnos 2022	Div. výnos 2023
ČEZ (odhad KB)	20,2	17,3	14,8	2,0	1,8	2,4	2,3	9,5	8,5	7,9	5,1	5,5	5,7
ČEZ (konsensus)	n/a	24,5	17,4	2,0	2,1	2,7	2,6	15,9	9,5	8,4	5,1	6,5	6,5
EDP - Energias de Portugal SA	20,0	23,2	20,6	1,4	n/a	2,8	2,6	10,1	10,3	9,6	3,9	4,4	5,4
E.ON SE	7,7	12,7	12,5	0,4	n/a	0,9	0,9	6,8	7,7	7,8	4,2	4,4	4,6
Electricite de France SA	7,1	9,3	8,4	0,5	n/a	1,2	1,1	5,1	4,8	4,3	5,8	5,6	8,2
Endesa SA	15,6	12,5	12,2	0,9	n/a	1,5	1,5	7,9	7,6	7,3	6,0	6,9	6,6
Enel SpA	30,3	12,3	11,9	0,9	1,0	2,3	2,2	11,8	9,2	8,8	5,9	5,7	6,0
Engie SA	n/a	10,9	10,5	0,5	n/a	1,0	1,0	7,7	5,6	5,5	4,1	7,2	8,0
EVN AG	22,6	18,4	18,3	2,1	n/a	2,4	2,3	9,8	8,2	8,5	n/a	1,9	1,9
Fortum Oyj	87,4	14,6	16,9	0,3	0,3	0,5	0,4	n/a	8,8	9,5	4,1	4,2	4,6
Iberdrola SA	19,0	17,2	15,4	1,7	n/a	3,3	3,1	11,9	11,2	10,3	5,7	4,7	5,1
RWE AG	n/a	18,9	18,6	1,4	n/a	1,9	1,9	12,8	9,3	8,8	0,9	2,6	2,8
Verbund AG	45,9	44,0	31,1	13,6	n/a	11,5	9,4	25,5	23,8	17,8	n/a	1,3	1,8
MEDIÁN západní Evropa	20,8	13,6	14,0	0,9	0,6	1,7	1,7	9,8	8,5	8,6	4,9	4,6	4,8
PGE Polska Grupa Energetyczna	3,9	4,8	13,3	0,3	0,4	0,4	0,4	2,1	2,1	2,9	0,0	0,0	0,0
Energa SA	2,7	n/a	n/a	0,2	n/a	n/a	n/a	3,4	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0
Enea SA	n/a	2,8	3,5	0,2	0,2	0,3	0,3	11,6	1,7	1,9	0,0	0,0	0,0
Tauron Polska Energia SA	n/a	4,7	5,5	0,2	0,2	0,8	0,7	53,8	4,1	4,8	0,0	0,0	0,0
MEDIÁN střední Evropa	3,3	4,7	5,5	0,2	0,2	0,4	0,4	7,5	2,1	2,9	0,0	0,0	0,0
SEKTOROVÝ MEDIÁN	19,0	12,6	12,9	0,5	0,3	1,3	1,3	9,9	7,9	8,1	4,1	4,2	4,6
ČEZ vs. sektor (konsensus)		94%	34%	284%	616%	103%	100%	60%	19%	3%	23%	54%	42%
ČEZ vs. sektor (odhad KB)	7%	37%	14%	284%	519%	76%	81%	-4%	7%	-3%	23%	30%	25%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 905 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2025, jehož hlavní parametry a výstupy ukazuje tabulka na následující straně. Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 854 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 %):** Naše mateřská společnost Société Générale doporučuje nadvážet sektor utilit jako defenzivní segment a vzhledem k zajímavému dividendovému výnosu.¹ Ponecháváme tento faktor na +3 %.

■ **Atraktivita společnosti (+3 %):** Akcie nabízí zajímavý dividendový výnos. 100% výplatní poměr je dle nás udržitelný. Případná realizace nového jaderného zdroje by měla být plně v režii státu a dividendu tedy neohrozí. Dále ČEZ má jasný plán na přeměnu na nízkoemisní výrobu,

¹ Analýza Société Générale: The Big Picture – Outlook 2022 – Feeding the bull, zveřejněna 24. listopadu 2021 ve 14:51

rozvoj obnovitelných zdrojů a neustálou modernizaci svého hospodaření. Tento faktor zvyšujeme na +3 %.

■ **Spekulativní potenciál (0 %):** Akcie ČEZu se obchodují smíšeně ve srovnání se sektorem podobných společností. Pro příští roky jsou násobky více méně srovnatelné se západoevropskými konkurenty.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme zvýšili cílovou cenu pro akcie ČEZ na 905 CZK (fair value plus 6 %). Jedním z hlavních argumentů je pozitivní dopad rostoucích cen elektřiny na odhadovanou ziskovost firmy a tvorbu cash flow.

Ocenění akcií ČEZ

	2021	2022	2023	2024	2025	LT
Kalkulace požadované úrokové míry						
bezriziková úroková míra	2,0%	3,4%	3,1%	2,8%	2,8%	2,8%
beta	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
akciová riziková přírážka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
riziková přírážka země	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
náklady vlastního kapitálu	6,9%	8,2%	8,0%	7,7%	7,7%	7,7%
váhu dluhu	37,7%	36,9%	36,4%	36,6%	36,7%	36,7%
náklady dluhu (po dani)	2,5%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
WACC	5,2%	6,3%	6,1%	5,9%	5,9%	5,9%
Model diskontovaných cash flow (mld. CZK)						
EBITDA	59,9	66,6	71,9	72,6	73,7	
Amortizace jaderného paliva	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	
Zaplacená daň	-5,2	-7,4	-8,6	-8,8	-8,9	
Změna pracovního kapitálu a rezerv	29,5	2,3	-5,5	-2,7	-1,6	
Kapitálové investice	-35,0	-40,0	-40,0	-40,0	-40,0	
FCFF	53,5	25,8	22,0	25,4	27,6	
price / free cash flow	8,1	16,8	19,6	17,0	15,7	
Současná hodnota of FCFF	50,8	23,1	18,6	20,2	20,7	
Současná hodnota FCFF do roku 2025	133,5					
Současná hodnota FCFF po roce 2025	546,1					
Čistý dluh	145,8					
Rezervy (jádro, doly, skládky)	80,7					
Finanční investice	3,5					
Investice v joint ventures	4,1					
Podíl minorit	1,2					
Odhad hodnoty vlastního kapitálu	459,5					
Fair value (CZK na akcii)	854					
Cílová cena (CZK na akcii)	905					

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

		4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%
Dlouhodobý růst	1,0%	908	780	678	595	526
	1,5%	1075	908	780	678	595
	2,0%	1294	1071	905	778	676
	2,5%	1618	1299	1075	908	780
	3,0%	2109	1618	1299	1075	908

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 dokončil modernizaci svých uhelných elektráren. Nejvyšší podíl investic by měl směřovat do distribuce, obnovitelných zdrojů a uzavírání a transformace výroby z uhlí na nízkoemisní. Jakýkoli podíl na stavbě nového jaderného bloku by mohl mít silně negativní dopad na naše ocenění.
- **Regulace** – Energetický sektor je sužován přísnou regulací a v některých zemích i pod politickým a veřejným nátlakem. Velkým rizikem je i potenciální omezování podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů.
- **Vývoj měnových kurzů** – Přestože je společnost proti výkyvům kurzu EUR/CZK z velké části přirozeně zajištěna, silnější než očekávané posílení české koruny oproti euru by pro ČEZ bylo negativní. Dopad na ceny elektřiny (české ceny jsou odvozeny od eurových německých cen) by mohl převážit nad ziskem ze snížení hodnoty eurového dluhu. 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	2017	2018	2019	2020	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT									
Tržby	205 092	184 486	206 192	213 737	214 869	241 133	243 947	241 478	245 185
Materiálové náklady	-127 126	-105 564	-118 395	-120 320	-120 815	-135 410	-135 866	-134 481	-136 702
Mzdové náklady	-22 086	-25 620	-28 820	-30 855	-30 398	-31 918	-32 556	-33 207	-33 539
Ostatní náklady	-1 938	-4 213	-6 282	-3 753	-3 337	-7 234	-3 659	-1 207	-1 226
EBITDA	53 921	49 535	60 175	64 783	59 915	66 571	71 865	72 582	73 717
Odpisy	-29 535	-29 905	-33 876	-52 346	-40 956	-29 436	-29 286	-28 994	-29 432
Provozní zisk	25 620	19 759	26 429	12 585	18 959	37 135	42 580	43 588	44 285
Úrokové výnosy	235	315	403	377	321	358	393	411	423
Úrokové náklady	-3 761	-5 177	-5 473	-5 269	-4 313	-4 207	-4 182	-4 157	-4 132
Ostatní finanční výnosy	-1 618	-1 800	-1 893	-1 955	-2 131	-2 173	-2 297	-2 814	-2 958
Ostatní finanční náklady	2 277	420	-1 055	2 168	204	-500	-500	-500	-400
Zisk před zdaněním	22 753	13 517	18 411	7 906	13 040	30 612	35 993	36 528	37 218
Daň z příjmu	-3 794	-3 017	-3 911	-2 438	-4 324	-6 122	-7 199	-7 306	-7 444
Čistý zisk	18 959	10 500	14 500	5 468	8 716	24 490	28 794	29 222	29 775
Odpisy majetku	-1 741	-2 600	-4 400	-17 332	-12 665	-500	-500	-500	-500
Očištěný čistý zisk	20 700	13 100	18 900	22 800	21 381	24 990	29 294	29 722	30 275

ROZVAHA									
Základní kapitál	49 722	50 265	50 914	50 954	50 954	50 954	50 954	50 954	50 954
Nerozdělený zisk	200 296	184 456	199 847	182 917	163 775	164 692	168 842	169 135	169 444
Vlastní kapitál	250 018	234 721	250 761	233 871	214 729	215 646	219 796	220 089	220 398
Dlouhodobý dluh	132 475	142 440	142 570	122 102	115 997	115 417	114 840	114 266	113 694
Ostatní dlouhodobé závazky	3 335	31	31	34	34	34	34	34	34
Investovaný kapitál	385 828	377 192	393 362	356 007	330 760	331 097	334 670	334 389	334 126
Dlouhodobá aktiva	428 019	415 908	428 088	410 372	402 617	406 564	410 003	413 854	417 702
Nehmotná dlouhodobá aktiva	26 804	31 127	37 429	24 244	32 553	34 087	35 622	37 156	38 691
Finanční investice	74 961	142 943	113 332	138 768	117 758	102 555	104 194	105 863	107 561
Hotovost a krátkodobé cenné papíry	12 623	7 278	9 755	6 064	12 753	16 148	15 326	13 039	11 864
Zásoby	18 716	26 458	37 682	48 951	66 738	67 188	70 035	87 659	87 150
Pohledávky	53 027	73 855	67 218	65 140	66 574	74 325	75 255	74 470	75 608
Ostatní aktiva	9 756	9 874	11 070	8 919	9 097	9 370	9 651	9 941	10 239
Krátkodobý dluh	21 832	18 526	29 323	29 725	29 428	29 133	28 842	28 554	28 268
Obchodní závazky	48 263	63 346	66 872	73 744	74 140	80 657	79 086	75 810	74 446
Rezervy	93 284	92 497	110 138	124 709	122 242	128 766	135 292	141 819	148 349
Ostatní závazky	74 699	155 882	104 879	118 273	151 519	140 585	142 197	161 411	163 624
Investovaný kapitál	385 828	377 192	393 362	356 007	330 760	331 097	334 670	334 389	334 126
Celková aktiva	623 906	707 443	704 574	702 458	708 089	710 239	720 086	741 983	748 814

CASH FLOW									
Zisk před zdaněním	22 753	13 517	18 411	7 906	13 040	30 612	35 993	36 528	37 218
Odpisy	29 305	28 139	29 016	28 284	28 291	28 936	28 786	28 494	28 932
Amortizace jaderného paliva	3 725	4 027	4 096	4 197	4 239	4 281	4 324	4 367	4 411
Ostatní nepeněžní operace	2 565	7 986	21 409	19 596	1 132	4 965	4 906	4 864	4 729
Změna pracovního kapitálu	-5 524	-10 396	-20 990	21 206	29 399	2 157	-5 630	-2 876	-1 732
Placené daně	-4 207	-3 327	-4 136	-3 748	-5 196	-7 357	-8 650	-8 779	-8 944
Čisté placené úroky	-3 286	-4 777	-5 023	-5 307	-3 992	-3 850	-3 790	-3 746	-3 709
Přijaté dividendy	481	182	148	23	23	23	23	23	23
Provozní cash flow	45 812	35 351	42 931	72 157	66 935	59 767	55 962	58 876	60 927
Cash flow z investiční aktivity	-20 212	-25 901	-32 363	-33 723	-4 611	-40 000	-40 000	-40 000	-40 000
Placené dividendy	-17 859	-17 613	-12 861	-18 139	-27 858	-23 572	-24 644	-28 930	-29 466
Cashflow s finanční aktivity	-24 203	-14 795	-8 091	-42 125	-55 635	-16 372	-16 784	-21 162	-22 102
Změna v hotovosti	1 397	-5 345	2 477	-3 691	6 689	3 395	-822	-2 287	-1 175

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje ČEZ

	2017	2018	2019	2020	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f
POMĚRY (%)									
EBITDA marže	26,3	26,9	29,2	30,3	27,9	27,6	29,5	30,1	30,1
Provozní marže	12,5	10,7	12,8	5,9	8,8	15,4	17,5	18,1	18,1
Hrubá marže	11,1	7,3	8,9	3,7	6,1	12,7	14,8	15,1	15,2
Čistá marže (upr.)	10,1	7,1	9,2	10,7	10,0	10,4	12,0	12,3	12,3
Úrokové krytí (x)	7,3	4,1	3,6	2,6	4,7	9,6	11,2	11,6	11,9
Čistý zisk / vlastní kapitál (x)	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Čistý dluh / EBITDA (x)	2,6	3,1	2,7	2,3	2,2	1,9	1,8	1,8	1,8
ROE	8,2	5,4	7,8	9,4	9,5	11,6	13,5	13,5	13,7
ROA	3,3	2,0	2,7	3,2	3,0	3,5	4,1	4,1	4,1
ROCE	5,2	3,4	4,9	6,1	6,2	7,6	8,8	8,9	9,1
Dividendový výplatní poměr	90,4	85,8	98,6	96,8	122,7	110,7	99,0	99,2	99,6

ÚDAJE NA AKCII (CZK)

Čistý zisk (upr.)	38,7	24,5	35,3	42,6	39,9	46,6	54,7	55,5	56,5
Vlastní kapitál	467,9	438,7	468,7	437,2	400,8	402,5	410,3	410,8	411,4
Volný cash flow	53,9	31,2	18,0	103,8	99,8	48,1	41,2	47,5	51,5
Hrubá dividendy	33,0	33,0	24,0	34,0	52,0	44,0	46,0	54,0	55,0

TRŽNÍ OCENĚNÍ

P/E (x)	12,8	21,8	14,4	12,1	20,2	17,3	14,8	14,5	14,3
Price/Operating cash flow (x)	5,0	6,6	5,2	3,4	5,7	6,1	6,3	6,1	5,9
Price/free cash flow (x)	9,2	17,1	28,3	5,0	8,1	16,8	19,6	17,0	15,7
Price/book value (x)	1,1	1,2	1,1	1,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Price/sales (x)	1,3	1,6	1,3	1,3	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Dividendový výnos (%)	6,6	6,2	4,7	6,6	6,4	5,5	5,7	6,7	6,8
EV/revenues (x)	2,0	2,4	2,1	2,0	2,7	2,4	2,3	2,4	2,3
EV/EBITDA (x)	7,6	9,0	7,3	6,6	9,5	8,5	7,9	7,8	7,7
EV/IC (x)	1,1	1,2	1,1	1,2	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Upozornění

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

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

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

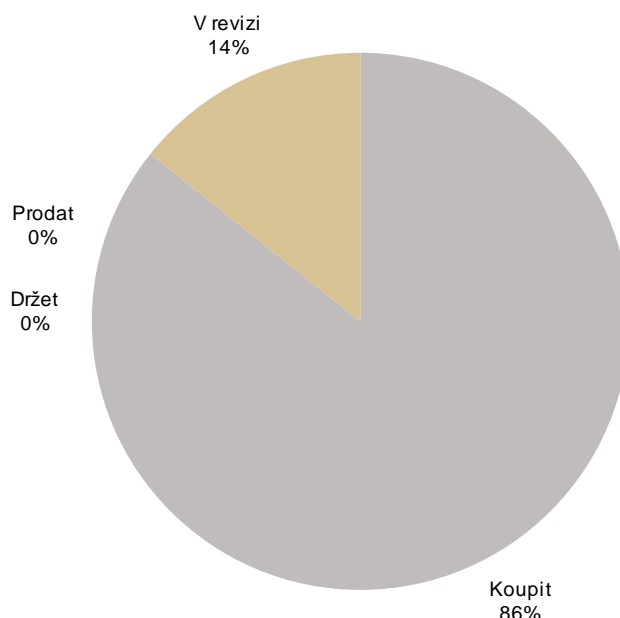
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 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 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 mezičase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.

Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

	Avast	Česká zbrojovka	ČEZ	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon- wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů									
Doporučení	koupit	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit	konec	koupit	konec
Cílová cena	GBp 600	v revizi	CZK 905	CZK 367	CZK 109.7	CZK 362	pokryvání	CZK 16 512	pokryvání
Datum	11.02.2021	31.03.2021	10.12.2021	12.01.2021	31.08.2021	26.03.2021	15.02.2021	20.11.2020	22.11.2019
Cena v den publikace	CZK 147	CZK 370	CZK 474	CZK 246	CZK 87,1	CZK 259	CZK 800	CZK 14 320	EUR 24.7
Investiční horizont	12 měsíců		802	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců		12 měsíců	
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota		B. Trampota	
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	koupit	koupit	v revizi	v revizi	koupit	v revizi	koupit	koupit
Cílová cena	GBp 466	CZK 357	CZK 621	v revizi	v revizi	CZK 293	v revizi	CZK 18308	EUR 26
Datum	30.08.2019	27.11.2020	23.07.2020	26.11.2020	07.05.2021	08.01.2020	30.04.2020	03.12.2018	03.03.2017
Doporučení	v revizi		koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	
Cílová cena	v revizi		CZK 717	CZK 482	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 17546	
Datum	14.08.2019		10.06.2019	04.07.2019	29.10.2019	12.12.2018	01.04.2019	22.08.2017	
Doporučení	koupit		koupit	koupit	koupit	koupit	držet	držet	
Cílová cena	GBp 342		CZK 620	CZK 484	CZK 97	CZK 270	CZK 924	CZK 13500	
Datum	15.06.2018		11.06.2018	26.09.2018	07.03.2019	18.08.2017	26.10.2018	25.05.2017	
Doporučení			koupit		koupit	držet	v revizi	koupit	
Cílová cena			CZK 542		CZK 93	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum			20.09.2017		06.03.2018	31.01.2017	17.05.2018	13.06.2016	
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	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	ano	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

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka