

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

## Vysoké ceny elektřiny, skokový nárůst hospodaření

## Koupit

Cena 07.06.22	1 179 CZK
12m cíl	1 393 CZK
Pot. růst ceny	18,2 %
Dividenda	44 CZK
Celkový výnos	21,9 %

## Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

## Typ investice

Expozice vůči cenám komodit

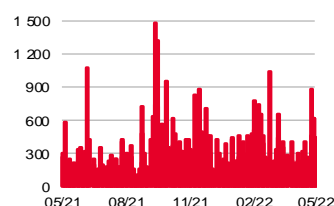
Vysoký dividendový výnos

## Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

## Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

## Data o akciích

RIC	CEZsp.PR	Bloom	CEZ CP
52týdenní rozmezí	583,5	-	1180
Tržní kap. (mld. CZK)	634,3		
Tržní kap. (mld. EUR)	25,6		
Volně obchod. (%)	30		
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Akcie	19,4	50,3	85,2
Relativně k PX	16,2	37,7	62,9

Zdroj: Bloomberg

## Poslední analýza a komentář:

[https://bit.ly/CEZ\\_analysis\\_202112\\_CZ](https://bit.ly/CEZ_analysis_202112_CZ)[https://bit.ly/CEZ\\_1Q22preview\\_CZ](https://bit.ly/CEZ_1Q22preview_CZ)[https://bit.ly/CEZ\\_1Q22results\\_CZ](https://bit.ly/CEZ_1Q22results_CZ)

**Investiční doporučení:** Pro akcie společnosti ČEZ vydáváme **doporučení Koupit** s **novou cílovou cenou 1 393 CZK** (doporučení i cílová cena byly dosud v revizi).

Inflace energetických komodit, zejména plynu, znamenají podstatný růst cen elektřiny. To se samozřejmě pozitivně projeví na hospodaření ČEZu. Vliv bude patrný zejména v následujících dvou letech, kdy odhadujeme vysoký růst zisku EBITDA. Podíl jaderných elektráren na výrobě bude kolem 60 %. Jedná se o bezemisní produkci, která má velmi nízké fixní náklady a přímo tak benefituje z růstu cen elektřiny. Vzhledem k tomu, že generují nejvyšší marže, předpokládáme jejich maximální využití. Spolu s uzavíráním uhelných elektráren se tím sníží celková emisní intenzita. Je to důležité také pro „zelenou“ cestu ČEZu. V prostředí vysokých cen emisních povolenek je to jedna z výhod, které se ČEZ může těšit a která zvýší ziskovost výrobního portfolia. Investice by měly v následujících letech směřovat hlavně do distribuce, obnovitelných zdrojů a ESCO sektoru.

ČEZ aktualizoval svou dividendovou politiku a nově bude vyplácet 60 – 80 % upraveného čistého zisku (předchozí podíl byl 80 – 100 %). Letos by měli akcionáři schválit výplatu 44 CZK na akcii. Tato výplata bude ještě zahrnovat podíl z prodaných bulharských aktiv, což se v dalších letech nebude opakovat. Nicméně vzhledem k očekávanému prudkému nárůstu hospodaření v dalších letech vyskočí dividenda na 74 CZK a 153 CZK a lehce tak předchozí úroveň překoná. Hrubý výnos by se přehoupnul nad 10 %.

**Ocenění akcií** jsme provedli na základě modelu diskontovaného volného cash flow. Fair value jsme odhadli na úrovni 1 393 CZK. Ve srovnání se současnou tržní cenou nabízí naše nová fair value 18,2 % potenciál růstu. ČEZ naše fair value oceňuje na P/E 14,9x a EV/EBITDA 9,3x. Medián západoevropských utilit je 14,2x (celá Evropa 10,8x) a EV/EBITDA 8,2x (7,8x). Velmi dobré výsledky hospodaření pak reflektují forwardové ukazatele, zejména od 2023, které naznačují značný diskont vůči konkurenci. ČEZ momentálně nabízí 3,8 % dividendový výnos, což je pod mediánem konkurence (5,1 %, resp. 4,6 %).

**Hlavní rizika:** K hlavním rizikům určitě patří disponibilita výrobních zdrojů, zejména jaderných elektráren, kde jsou nejvyšší marže. Nepříznivý vývoj na komoditních trzích by mohl značně dopadnout na hospodaření společnosti, zejména ceny elektřiny, emisních povolenek nebo plynu. Geopolitická situace a možné dopady sankcí také představují značná rizika.

Finanční data	2021	2022f	2023f	2024f	Poměrové ukazatele	2021	2022f	2023f	2024f
Výnosy (mld. CZK)	227,8	293,8	384,5	383,4	P/E (x)	19,9	12,4	7,5	7,6
EBITDA marže	27,8	34,5	38,9	38,7	Price/free cash flow	6,4	17,6	12,9	7,5
Čistý zisk (mld. CZK)	9,9	49,6	82,2	80,7	Dividendový výnos (%)	6,3	3,8	6,4	13,2
Zisk na akcii (CZK)	41,6	93,6	154,4	151,5	Price/book value (x)	2,8	3,3	2,7	2,7
Dividenda na akcii (CZK)	52,0	44,0	74,0	153,0	P/S (x)	1,9	2,1	1,6	1,6
Úrokové krytí (x)	4,3	26,0	36,9	34,1	EV/S (x)	2,4	2,5	1,9	1,9
Výplatní poměr (%)	122,7	106,2	79,4	99,5	EV/EBITDA (x)	8,8	7,2	4,8	4,9
Čistý dluh / vl. kapitál (x)	0,7	0,6	0,4	0,4	EV/IC (x)	2,2	2,6	2,2	2,2

**Očekávané události:** Výsledky ČEZu za první polovinu roku 2022 by podle kalendáře měly být zveřejněny 9. srpna.

SOCIETE  
GENERALE  
GROUP

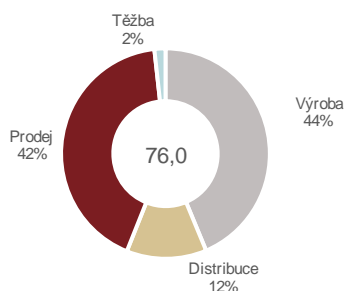
**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumiil\_trampota@kb.cz


**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 598  
kevin\_tran@kb.cz

## Základní přehled o společnosti

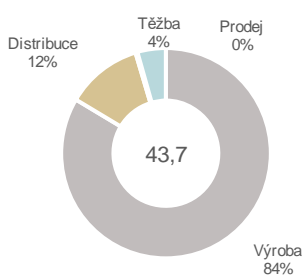
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>Silné postavení společnosti v rámci celé Evropy</li> <li>Vertikální integrace při celém procesu výroby elektřiny až po její distribuci</li> <li>Široké portfolio výrobních zdrojů</li> <li>Prudký rozvoj v poskytování služeb v oblasti energetických úspor a chytrých řešení (ESCO služby)</li> <li>Nízká emisní intenzita</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vliv státu a politických rozhodnutí na hospodaření společnosti</li> <li>Méně efektivní provoz některých uhelných elektráren</li> <li>Přísná státní regulace výrobního i distribučního procesu</li> <li>Vzhledem ke geopolitickému napětí, nejistota dodávek plynu na výrobu elektřiny</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>Dividendová politika s výhledem mimořádné výplaty</li> <li>Dotace z Modernizačního fondu na investice do OZE</li> <li>Rostoucí ceny emisních povolenek s pozitivním dopadem na ziskovost firmy díky očekávanému poklesu jejich potřeby</li> <li>Zavírání jaderných a uhelných elektráren v západní Evropě</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Výstavba nového jaderného bloku bez státních garancí</li> <li>Nižší podpora výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů</li> <li>Vyšší potřeba emisních povolenek v případě výpadku výroby z bezemisních zdrojů</li> <li>Případné sektorové daně či jiná forma odvodu do státního rozpočtu nebo specializovaného fondu</li> </ul>

Tržby podle segmentů (1Q22)



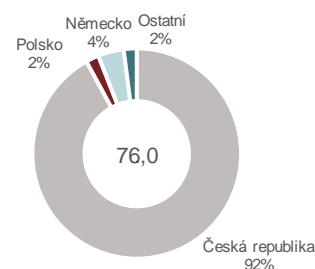
Zdroj: ČEZ; \* údaje v mld. CZK

EBITDA podle segmentů (1Q22)



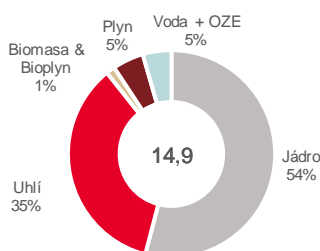
Zdroj: ČEZ; \* údaje v mld. CZK

Tržby podle regionů (1Q22)



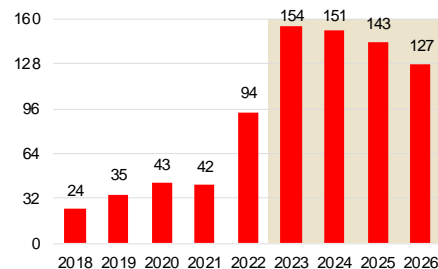
Zdroj: ČEZ; \* údaje v mld. CZK

Výroba elektřiny podle paliva (1Q22)



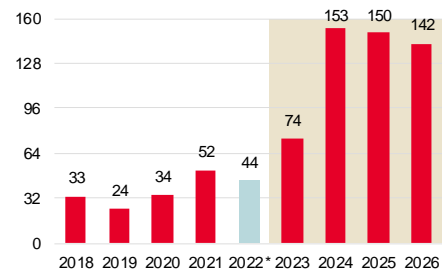
Zdroj: ČEZ; \* údaj v GW

Čistý zisk na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ

Dividenda na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; \*návrh, výplatu v roce 2022 musí schválit akcionáři na VH 28. června 2022

## Trendy v sektoru

### Ceny silové elektřiny

Cena silové elektřiny se drží na velmi vysokých úrovních. Na konci minulého roku spadla z maxim přesahující 320 EUR/MWh na 120 EUR, kde začala tento rok. Nyní přesahuje 230 EUR, to je růst o téměř 100 % od začátku roku. Pro srovnání průměrná cena elektřiny v letech 2019 a 2020 byla 44 EUR. K prudkém nárůstu došlo v druhé polovině roku 2021. Důvodem je dramatický růst cen energetických komodit (plyn, uhlí, emisní povolenky). Zejména plynu, který k samotnému růstu ceny elektřiny přispěl nejvíce. Názorně je to vidět v grafu níže.

Pro následující roky naznačují futures kontrakty, že cena klesne ze současných 230 EUR na asi 140 EUR/MWh.

### Plyn

Plyn, respektive růst jeho ceny nejvýznamněji ovlivňuje cenu elektřiny. Důvodem současné velmi vysoké ceny je napjatá geopolitická situace a nejistota dodávek ruského plynu. Plynu je na světě dostatek, ale pro Evropu je s podílem asi 45 % nejvýznamnějším dodavatelem právě Rusko. Otazníky nad dalšími dodávkami, jejich omezení nebo sankce jsou důvody, proč je cena plynu vysoká. Cena plynu se nyní pohybuje mezi 100 a 80 EUR/MWh s tím, že jsme byli svědky růstu nad 200 EUR. Průměr z let 2019 a 2020 je 12 EUR a ještě za první polovinu roku 2021 byla průměrná cena asi 20 EUR. Pak nastal růst, který ovlivnila delší zima 2021, prázdné zásobníky v Evropě před další zimní sezónou a zejména velká nejistota jeho dodávek.

### Emisní povolenky

Nyní se cena povolenky nachází nad 85 EUR/t, tedy nadohled historickému maximu těsně pod 100 EUR/t ze začátku tohoto roku. Obchodování v tomto roce je velmi volatilní. Stejně jako u plynu začala její cena růst zhruba v polovině minulého roku. Průměr za roky 2019 a 2020 je 25 EUR. Za růstem povolenky jsou samozřejmě klimatická politika a ceny plynu, které nutí provozovatele tlumit výrobu elektřiny z této komodity a nahrazovat ji jinými zejména uhelnými zdroji. Ty jsou „špinavější“ (produkují asi dvojnásobek CO<sub>2</sub>), a tím roste po emisních povolenkách poptávka.

### Uhlí

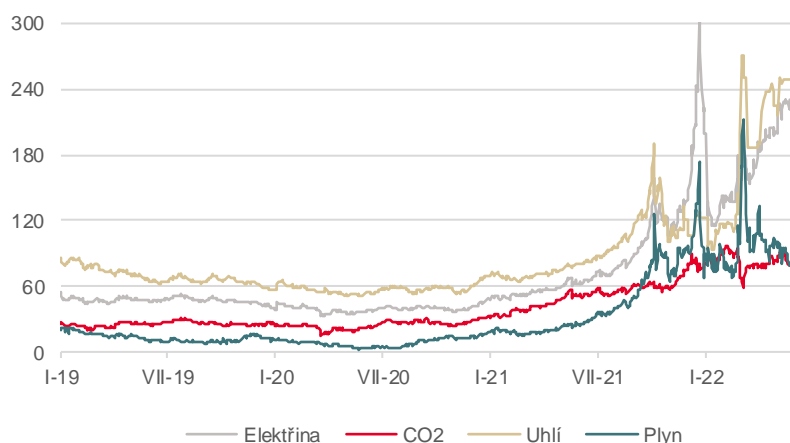
Příběh uhlí je velmi podobný dvěma předchozím. Podstatný nárůst ceny v druhé polovině minulého roku a velká volatilita. Průměrná cena uhlí v letech 2019-2020 byla asi 65 USD/t. Současná cena 250 USD (cca +170 % od začátku roku) je jen lehce pod rekordem 270 USD z března tohoto roku. Mezi důvody je pravděpodobně vysoká poptávka ve smyslu nahrazování výroby z plynu uhlím. Předpokládáme, že ty uhelné elektrárny, které budou provozuschopné, zůstanou ve službě navzdory plánům na jejich odstavení.

Cena plynu vzrostla vzhledem k současné situaci, odráží zejména nejistotu dodávek.

Emisní povolenky na historických maximech.

Stejná šablona se týká také uhlí.

Cena elektřiny (€/MWh), CO<sub>2</sub> (€/MWh), uhlí (USD/t) a plynu (€/MWh)



Zdroj: Bloomberg

Cena elektřiny roste rychleji než cena akcií ČEZu.

Z grafu níže je vidět, že cena akcií ČEZu víceméně korelovala s vývojem cen silové elektřiny. To se ale v posledním období změnilo. Je to dáno rozdílným tempem růstu obou sledovaných veličin. Cena ČEZu vzrostla od začátku roku o asi 35 %, zatímco cena elektřiny o téměř 100 %.

Vývoj akcií ČEZ vs. ceny elektřiny v Německu



Zdroj: Bloomberg

## Hospodaření společnosti

### První kvartál tohoto roku

Podstatný růst hospodaření.  
Zvýšení cílů, opět.

Výsledky ČEZu za první čtvrtletí v meziročním srovnání podstatně vzrostly. Vedení společnosti opět zvýšilo celoroční cíle.

Zisk EBITDA vzrostl meziročně o 119 % na 43,7 mld. CZK při tržbách 76 mld. CZK (28,6 % y/y). Čistý zisk upravený o mimořádné vlivy dosáhl 26,7 mld. CZK, což představuje růst o 219 % y/y. Za zvýšením výsledků je růst cen elektřiny a zisk z tradingu.

ČEZ aktualizoval své celoroční cíle. **Nově by EBITDA měla být v rozsahu 95 – 99 mld. CZK a čistý zisk 45 – 49 mld CZK.** Tato aktualizace přišla spolu s výsledky za Q1 22 10. května. Přitom ještě 15. března byly cíle ČEZu na rok 2022 85 – 89 mld. CZK a 38 – 42 mld. CZK pro EBITDA, respektive čistý zisk. Důvodem je realizační cena elektřiny a zisky z tradingu. Očekávaná realizační cena elektřiny pro tento rok je 95 – 98 EUR/MWh (předchozí očekávání 79 EUR).

Podle našich projekcí by EBITDA v tomto roce měla dosáhnout 101,5 mld. CZK, což je lehce nad horní hranicí cíle ČEZu. U čistého zisku pak odhadujeme 50,1 mld. CZK. I u čistého zisku jsme tedy mírně nad očekáváním samotné společnosti. Celkové tržby by měly podle našich odhadů dosáhnout 293,8 mld. CZK. Objem výroby elektřiny by měl letos mírně vzrůst na 56,2TWh z 56 TWh v minulém roce. Realizační cena elektřiny v našich projekcích je 97,3 EUR ve srovnání s asi 50 EUR v loňském roce.

#### Výsledky ČEZu za Q1 22

mld. Kč	Q1 21	Q1 22	změna	Odhad KB	Konsensus
Tržby	59,1	76,0	28,6 %	74,9	77,1
EBITDA	20,0	43,7	119 %	30,0	30,0
Provozní zisk	33,8 %	57,6 %	23,8 pb	40,0 %	38,9 %
Čistý zisk	11,2	36,2	222 %	21,7	21,6
Upravený čistý zisk	8,4	26,7	219 %	16,1	15,8

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Možná restrukturalizace ČEZu

Politici uvažují o restrukturalizaci.  
Současnou krizi by to ale neřešilo.

Média přinesla v posledních týdnech informace o tom, že politici uvažují o restrukturalizaci ČEZu. Úvahy jsou pravděpodobně v ranném stádiu. Jednalo by se zřejmě o rozdělení ČEZu na části. Výrobní část by plně ovládl stát. To znamená, že by musel vykoupit minoritní akcionáře. V tom případě bychom očekávali prémii v řádu desítek procent. Tím spouštěcím mechanismem za touto myšlenkou je řešení energetické krize (vysoké ceny elektřiny). Z našeho pohledu to ale současnou situaci nevyřeší. Tento proces rozdělení a vytěsnění minorit by jistě trval několik měsíců ale spíše let a vláda to potřebuje vyřešit co nejdříve. Rychlou možností by bylo např. si silou svých 70 % odhlasovat na nadcházející valné hromadě, která se bude konat již 28. června, vyšší než navrhovanou dividendu (viz níže).

Rozdělení by dalo vládě volnou ruku při rozhodování o výstavbě nových jaderných bloků.

Restrukturalizace respektive rozdělení by vládě dala možnost si rozhodovat o výstavbě nových jaderných bloků bez ohledu na minoritní akcionáře.

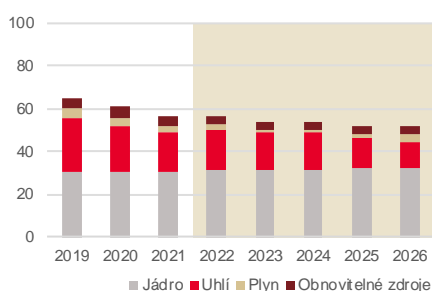
Tendr na stavbu nových bloků začal. Úvodní nabídky se čekají do konce listopadu 2022, na konci roku 2023 by pak měly být k dispozici finální nabídky a podpisy smluv se odhadují na konec roku 2024. O zakázku se uchází trio francouzská EDF, kanadský Westinghouse a korejská firma KHNP. **Nové jaderné bloky by měl ze 100 % financovat stát.**

## Dlouhodobé odhady

Jaderné elektrárny jsou v produkt mixu ČEZu rozhodující.

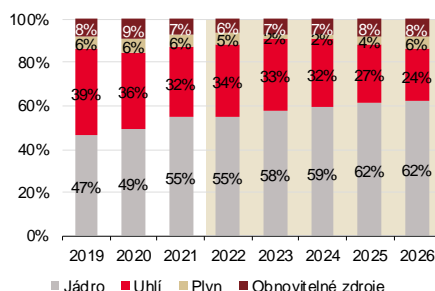
Rozhodující podíl na výrobě elektřiny ČEZu ve sledovaném období budou mít bez překvapení stávající jaderné elektrárny. Výroba by měla dosáhnout až 32,1 TWh v roce 2026 z letošních očekávaných 30,8 TWh. Ve sledovaném období zcela jistě nedojte k rozšíření portfolia jaderných elektráren. Výroby elektřiny z uhlí klesne. Instalovaná kapacita uhelných elektráren se sníží z 4,3 GW v roce 2021 na 2,2 GW v roce 2030. Fungovat by měly jen modernizované pánevní elektrárny v Pruněřově, Tušimicích a Ledvicích. Od roku 2038 ČEZ se spalováním uhlí skončí a v provozu by už neměla být žádná uhelná elektrárna. ČEZ má jedinou elektrárnu na plyn v Počeradech, instalovaný výkon očekáváme beze změn okolo 1 GW. Výroba z obnovitelných zdrojů by se měla zvyšovat spolu s růstem jejich instalované kapacity. ČEZ plánuje do roku 2025 vybudovat 1,5 GW obnovitelného výkonu a 6 GW do roku 2030. Z 2,2 GW instalovaného výkonu v roce 2021 by kapacita měla vzrůst na 3,7 GW v roce 2025.

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



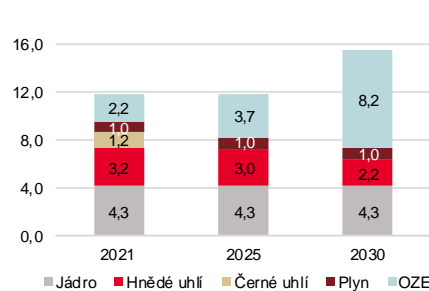
Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl na výrobě elektřiny



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný mix výrobní kapacity (GW)



Zdroj: ČEZ

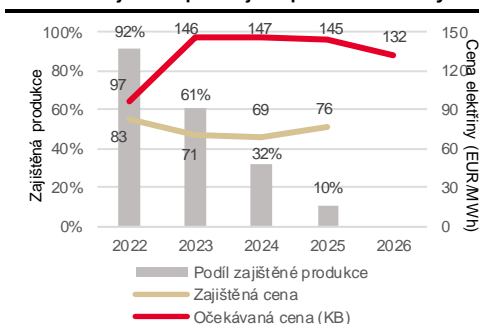
Strmý růst cen elektřiny bude mít pozitivní vliv na hospodaření.

## Realizační ceny elektřiny porostou

Jak je vidět na grafu na str. 4, od začátku letošního roku cena elektřiny vytrvale roste. Důvodem je růst cen energetických komodit, zejména plynu. Na začátku roku se elektřina obchodovala na burze za asi 120 EUR nyní je to kolem 240 EUR. Cena futures kontraktů na další roky ale postupně klesá z 240 EUR pro 2023 na 150 EUR pro 2026.

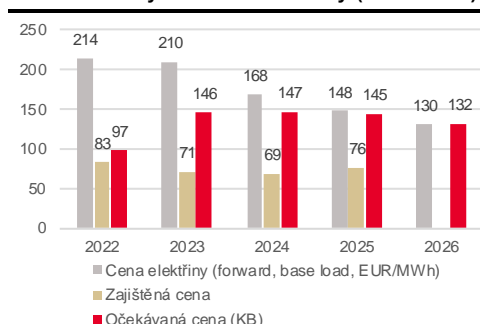
Letošní produkci elektřiny, podle naší projekce, prodával ČEZ za 97,3 EUR za MWh. Příští rok čekáme růst o téměř 50 % na 145 EUR. Prodejní cenu zajištěné dodávky elektřiny (base load) odhadujeme v následujících letech na asi 130 - 140 EUR/MWh. **Celková průměrná cena bude ale vyšší. Bude také zahrnovat prodej v elektřiny ve špičce (peak load). Celková cena elektřiny by se tak mohla dostat až k hranici 145 EUR.** Na pravém grafu níže 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  
100 mld. CZK.

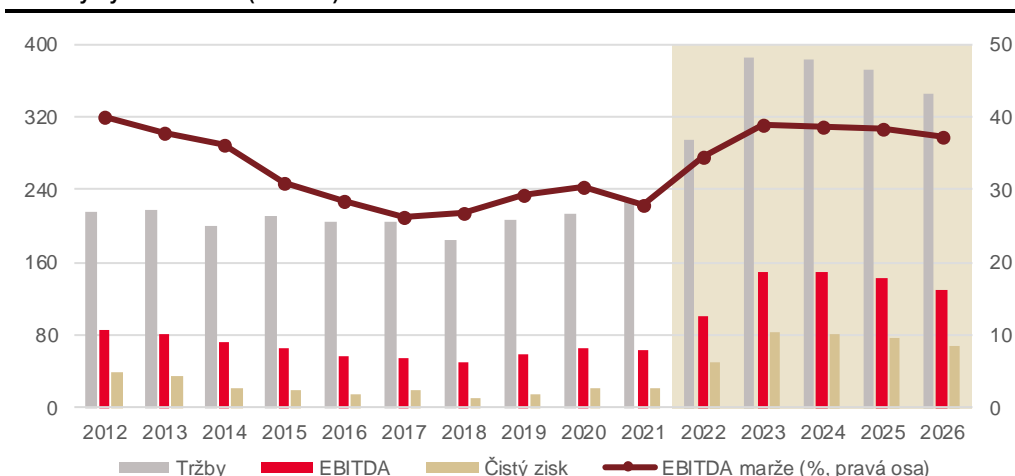
## Prognózy výsledků hospodaření

Ve sledovaném období předpokládáme, že tržby porostou ve sledovaném období (2022-2026) průměrným ročním tempem (CAGR) 8,7 %. Z 228 mld. CZK reportovaných v roce 2021 by měly dosáhnout 346 v roce 2026. K podstatnému růstu dojde mezi lety 2022 a 2023, kdy čekáme růst realizované ceny elektřiny z 97 EUR na 145 EUR.

EBITDA v roce 2021 byla 63,2 mld. CZK. Letos ji odhadujeme na 101,5 mld. CZK. V našich projekcích odhadujeme průměrný růst o 15,3 %. Rekordní hospodaření dosáhne ČEZ v letech 2023 a 2024, kdy se EBITDA dostane téměř na 150 mld. CZK. V posledním sledovaném roce by EBITDA očekáváme na 129 mld. CZK. Projekce managementu na letošní výsledek je 95 – 99 mld. CZK.

Upravený čistý zisk by měl stejně jako EBITDA kulminovat v letech 2023 a 2024 na zhruba 80 mld. CZK. V posledním sledovaném roce dosáhne 68 mld. CZK. Letos čekáme 50,1 mld. CZK, projekce vedení ČEZu je na 45 – 49 mld. CZK. Připomínáme, že upravený čistý zisk slouží jako základna pro výpočet dividendy. Rostoucí hospodaření tedy znamená rostoucí dividendu, viz níže.

## Odhad výsledků ČEZ (mld. Kč)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

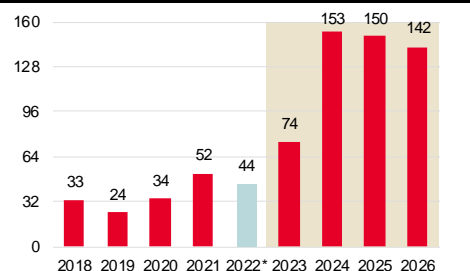
## Dividendová politika

Dividenda na příští rok bude činit 74 CZK představující 6,4% hrubý dividendový výnos.

Začátkem roku ČEZ aktualizoval dividendový výplatní poměr z 80–100 % upraveného čistého zisku na nyníšších 60–80 %. Návrh dividendy za minulý rok činí 44 CZK na jednu akcii. Výplata se skládá ze standardní dividendy (37 CZK), což odpovídá výplatnímu poměru 90 % a mimořádné částky (7 CZK) pocházejících z prodeje bulharských aktiv. **Valná hromada, na které musí akcionáři dividendu schválit, se bude konat 28. června 2022.** Stát by si na ní mohl silou svých 70 % schválit i vyšší výplatu. Nicméně ministerstvo financí, které za stát

vykonává akcionářská práva, se obvykle řídí návrhem vedení společnosti. Dividendy, které obsahují kromě standardní výplaty také mimořádnou složku, potěšily investory loni a stane se tak také letos. V dalších letech to spíše očekávat nelze. Nicméně dividendy v příštích letech se budou počítat z raketově rychle rostoucího hospodaření. A to samozřejmě pozitivně ovlivní jejich výši. **Dividendu na příští rok** (náležející ze zisku tohoto roku) **odhadujeme na 74 CZK**, odpovídající výplatnímu poměru 80 % a hrubému dividendovému výnosu 6,4%. Odhad samotného ČEZu na základě svého cíle je 67 – 73 CZK.

Očekávaná výplata dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; v roce, ve kterém je vyplacena; \*návrh, výplatu v roce 2022 musí schválit akcionáři na VH 28. června 2022

Potenciál růstu výplatního poměru.

Vzhledem k mimořádnému růstu hospodaření v našich projekcích odhadujeme, že konzervativní dividendová politika výplaty 60–80 % čistého zisku nevydrží dlouho a v následujících letech bude aktualizována a **budeme svědky návratu k vyšším výplatním poměrům. Od 2024 očekáváme dividendu až 153 CZK** vlivem mimořádně dobrých výsledků a silné schopnosti tvorby hotovosti.

## Zadlužení

Projekce ČEZu počítají se zadlužením 2,5x (čistý dluh / EBITDA) v roce 2025 a pak 3,0x v roce 2030, včetně odhadovaných ročních CAPEX zhruba 48 mld. CZK pro období 2021–25 a rozmezí 50–55 mld. CZK v 2026–30. Zveřejněné údaje za **1Q22 vykazují zadlužení již na velmi nízké úrovni 0,9x**. Je výsledkem dáno zejména růstem zisku EBITDA.

Zadlužení je hluboko pod cílem ČEZu 2,5x pro 2025 a 3,0 pro 2030.

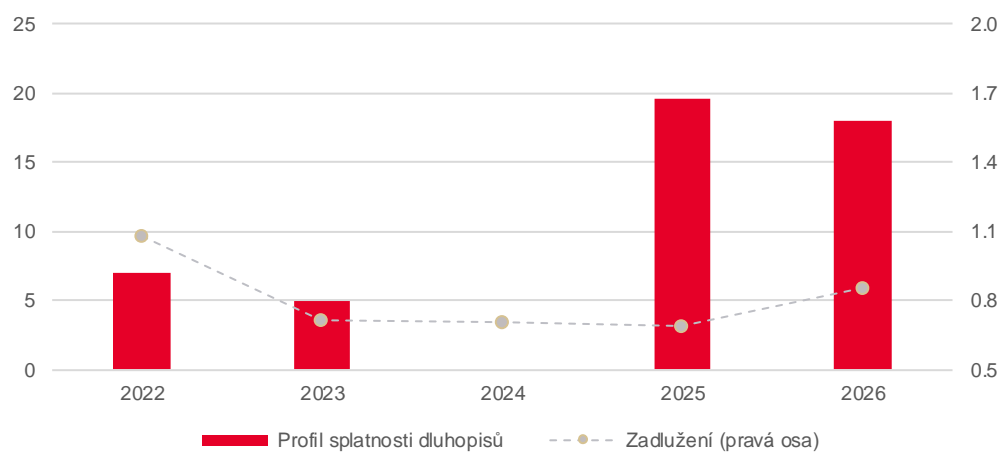
V následujících letech přijde v splatnost téměř 50 mld. CZK dluhu, včetně 269 mil. EUR dluhopisu splatného ještě tento rok. V dalších dvou letech (2023 a 2024) je splátkový kalendář ČEZu prakticky prázdný a nedojde k maturitě podstatného objemu dluhopisů. Největší podíl pak náleží až v letech 2025 a 2026 (viz níže). Vlivem vysokého nárůstu EBITDA odhadujeme, že **zadlužení klesne až na úroveň 0,7x**. V souladu s klesajícím zadlužením předpokládáme pokles obsluhy dluhu z 4,2 mld. CZK v minulém roce na letošních námi odhadovaných cca 3,5 mld. CZK. V následujících letech by se měla pohybovat kolem 3,8–3,9 mld. CZK.

Očekáváme, že zadlužení klesne až na úroveň 0,7x.

Vzhledem k momentální úrovni úrokových sazeb a dalšímu tlaku na jejich zvyšování by dodatečná emisní činnost a navýšení míry zadlužení mohly představovat vyšší riziko. Nicméně s ohledem na nízkou úroveň zadlužení a výši předpokládané EBITDA by náklady na obsluhu dluhu měly být zcela komfortně pokryty.



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



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Ocenění

### Sektorové srovnání

Poměrové ukazatele nabízejí smíšený obrázek.

Pro porovnání jsme vybrali konkurenční společnosti působící v západní i střední Evropě. Z níže uvedené tabulky je evidentní, že hodnota ČEZu daleko více odpovídá oceněním společností ze západní Evropy. Současné násobky P/E a EV/EBITDA poukazují na prémii vůči konkurenci. Vzhledem k velmi dobrým výsledkům v našich projekcích forwardové ukazatele na rok 2023 zase naznačují výrazný diskont. Dividendový výnos se momentálně pohybuje pod mediánem sektoru na 3,8 %.

Relativně nízké hodnoty forwardových ukazatelů na bázi tržeb v sektoru mohou indikovat, že tržní ocenění stále nezohledňuje v plné míře dopad výrazného nárůstu cen komodit (viz výše) na tržby. To by s ohledem poměrové ukazatele mohlo vést k výrazným premiím, které mohou být zavádějící.

#### Sektorové srovnání

	P/E	P/E	P/E	P/S	P/S	P/S	EV/	EV/	EV/	EV/S	EV/S	EV/S	Div.
	akt.	2022	2023	akt.	2022	2023	akt.	2022	2023	akt.	2022	2023	výnos
ČEZ (odhad KB)	19,9	12,4	7,5	1,9	2,1	1,6	8,8	7,2	4,8	2,4	2,5	1,9	3,8
ČEZ (konsensus)	14,6	11,4	11,5	2,4	2,2	2,1	0,7	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	3,7
EDP-ENERGIAS DE PORTUGAL SA	21,9	18,1	16,5	1,2	1,2	1,2	9,9	8,9	8,3	2,6	2,4	2,4	4,0
E.ON SE	10,7	10,8	11,1	0,3	0,3	0,3	7,8	8,0	8,1	0,8	0,8	0,7	5,1
EDF	n/a	8,8	5,2	0,4	0,4	0,4	12,7	4,3	3,7	1,0	1,0	0,9	6,9
ENDESA SA	12,1	11,6	11,3	1,0	1,0	1,1	7,7	7,2	6,9	1,4	1,4	1,5	6,9
ENEL SPA	10,8	9,9	9,3	0,7	0,7	0,7	7,6	7,2	6,9	1,6	1,6	1,6	6,4
ENGIE	7,8	8,5	8,3	0,5	0,5	0,5	5,1	5,3	5,1	1,0	1,0	0,9	6,8
EVN AG	16,7	15,2	14,4	1,5	1,4	1,3	8,2	8,0	7,8	2,0	1,8	1,7	2,3
FORTUM OYJ	9,8	10,7	10,5	0,1	0,1	0,1	7,3	7,1	7,0	0,2	0,2	0,2	6,7
IBERDROLA SA	16,7	15,3	14,3	1,6	1,6	1,5	10,1	9,4	8,7	2,9	2,8	2,7	4,1
RWE AG	16,4	23,1	23,1	1,2	1,2	1,2	8,3	9,5	9,3	1,5	1,5	1,5	2,2
VERBUND AG	19,5	17,4	16,9	5,4	4,8	4,7	13,6	11,5	11,4	6,0	5,4	5,3	1,1
<b>MEDIÁN západní Evropa</b>	<b>14,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>5,1</b>
PGE SA	8,4	7,4	6,1	0,3	0,3	0,3	3,4	3,6	3,3	0,4	0,3	0,3	n/a
ENERGA SA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ENEA SA	2,5	2,7	2,6	0,2	0,1	0,1	2,3	1,9	2,2	0,3	0,2	0,2	0,4
TAURON POLSKA ENERGIA SA	4,3	4,1	3,5	0,2	0,1	0,1	4,5	4,3	4,0	0,6	0,5	0,5	n/a
<b>MEDIÁN střední Evropa</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>3,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
<b>SEKTOROVÝ MEDIÁN</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>7,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>4,6</b>
ČEZ vs. sektor (konsensus)	35%	6%	7%	308%	265%	269%	-91%	-92%	-91%	-80%	-82%	-83%	-19%
ČEZ vs. sektor (odhad KB)	85%	15%	-31%	236%	258%	184%	14%	1%	-30%	105%	107%	58%	-17%
ČEZ vs. západní Evropa (odhad KB)	40%	6%	-33%	104%	110%	52%	8%	-10%	-38%	66%	68%	24%	-26%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Cílová cena

Oceňovací metodou DCF stanovujeme novou cílovou cenu na 1 393 CZK na akcii

**K určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti ČEZ byl použit dvoustupňový model diskontovaného volného cash flow (DCF) s pětiletým sledovaným obdobím.** Hlavní parametry a výstupy najdete v tabulce na následující straně. Volný cash flow je diskontován pomocí vážených nákladů na kapitál (WACC) v rozmezí 6,8-7,5 % pro sledované období. Terminální míra WACC zohledňuje normalizované hodnoty úrokových měr a akciových rizikových přírůstků. Dlouhodobý růst předpokládáme na úrovni 2 %. Na základě DCF modelu **stanovujeme naši cílovou cenu, odpovídající fair value, na 1 393 CZK na akcii.** Klíčovým faktorem je pozitivní dopad rostoucích cen elektřiny na ziskovost firmy a tvorbu cash flow.

## Ocenění akcií ČEZ

	2022	2023	2024	2025	2026	LT
<b>Kalkulace požadované úrokové míry</b>						
bezriziková úroková míra	5,3%	4,6%	3,8%	3,4%	3,2%	3,2%
beta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
akciová riziková přírážka	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	6,3%	6,3%
riziková přírážka země	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
náklady vlastního kapitálu	10,2%	9,5%	8,8%	8,4%	9,4%	9,4%
váhu dluhu	36,6%	30,0%	29,4%	28,7%	32,4%	32,4%
náklady dluhu (po dani)	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
<b>WACC</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,3%</b>
<b>Model diskontovaných cash flow (mld. CZK)</b>						
EBITDA	101,5	149,5	148,5	141,9	129,1	
Amortizace jaderného paliva	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	
Zaplacená daň	-12,5	-20,7	-20,4	-19,2	-17,1	
Změna pracovního kapitálu a rezerv	-17,8	-42,9	-5,6	-0,3	-14,7	
Kapitálové investice	-40,0	-42,0	-44,0	-48,0	-50,0	
<b>FCFF</b>	<b>35,3</b>	<b>48,0</b>	<b>82,8</b>	<b>78,7</b>	<b>51,6</b>	
price / free cash flow	17,6	12,9	7,5	7,9	12,0	
Současná hodnota of FCFF	32,8	41,5	67,0	59,7	36,5	
Současná hodnota FCFF do roku 2026	237,5					
Současná hodnota FCFF po roce 2026	704,4					
Čistý dluh	111,2					
Rezervy (jádro, doly, skládky)	86,0					
Finanční investice	1,9					
Investice v joint ventures	3,9					
Podíl minorit	0,9					
Odhad hodnoty vlastního kapitálu	749,6					
Fair value (CZK na akcii)	1 393					
<b>Cílová cena (CZK na akcii)</b>	<b>1 393</b>					

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulky ukazují citlivost naší cílové ceny na změnu klíčových parametrů, kterými jsou forwardové ceny elektřiny, diskontní sazba a dlouhodobá míra růstu v našem model.

## Citlivost cílové ceny na změnu parametrů

WACC						WACC							
Fwd ceny	-100 bb	-50 bb	7,2 % / 7,3 % *	+50 bb	+100 bb	Dlouhodobý růst	-100 bb	-50 bb	7,2 % / 7,3 % *	+50 bb	+100 bb		
	-20%	1 151	1 031	933	852		784	1,0%	1 396	1 276	1 176	1 090	1 017
	-10%	1 425	1 280	1 163	1 066		984	1,5%	1 541	1 396	1 276	1 176	1 090
	0%	1 699	1 530	<b>1 393</b>	1 280		1 185	2,0%	1 715	1 537	<b>1 393</b>	1 274	1 174
	10%	1 973	1 780	1 624	1 494		1 386	2,5%	1 945	1 719	1 541	1 396	1 276
	20%	2 247	2 030	1 854	1 708		1 586	3,0%	2 239	1 945	1 719	1 541	1 396

Pozn.: \* první hodnota odpovídá průměru za 2022 – 2026, druhá po roce 2026

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 je 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	2018	2019	2020	2021	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
<b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT</b>									
Tržby	184 486	206 192	213 737	227 793	293 832	384 473	383 379	371 189	346 309
Materiálové náklady	-105 564	-118 395	-120 320	-127 285	-157 016	-200 606	-199 825	-194 070	-182 054
Mzdové náklady	-25 620	-28 820	-30 855	-30 591	-32 906	-33 564	-34 235	-34 578	-34 924
Ostatní náklady	-4 213	-6 282	-3 753	-1 924	-2 450	-836	-820	-637	-264
EBITDA	49 535	60 175	64 783	63 240	101 459	149 467	148 499	141 904	129 068
Odpisy	-29 905	-33 876	-52 346	-47 427	-33 526	-38 947	-38 838	-37 619	-35 131
Provozní zisk	19 759	26 429	12 585	16 098	67 933	110 519	109 661	104 285	93 937
Úrokové výnosy	315	403	377	431	868	970	725	301	269
Úrokové náklady	-5 177	-5 473	-5 269	-4 206	-3 482	-3 964	-3 939	-3 913	-3 888
Ostatní finanční výnosy	-1 800	-1 893	-1 955	-2 014	-2 127	-2 171	-3 037	-3 195	-3 354
Ostatní finanční náklady	420	-1 055	2 168	3 117	-1 138	-2 587	-2 587	-2 487	-2 487
Zisk před zdaněním	13 517	18 411	7 906	13 426	62 054	102 767	100 824	94 991	84 478
Daň z příjmu	-3 017	-3 911	-2 438	-3 517	-12 411	-20 553	-20 165	-18 998	-16 896
Čistý zisk	10 500	14 500	5 468	9 909	49 643	82 214	80 659	75 993	67 582
Odpisy majetku	-2 600	-4 400	-17 332	-12 391	-500	-500	-500	-500	-500
Očištěný čistý zisk	13 100	18 900	22 800	22 300	50 143	82 714	81 159	76 493	68 082
<b>ROZVAHA</b>									
Základní kapitál	50 265	50 914	50 954	52 376	52 376	52 376	52 376	52 376	52 376
Nerozdělený zisk	184 456	199 847	182 917	108 722	134 792	177 362	176 053	171 686	163 194
Vlastní kapitál	234 721	250 761	233 871	161 098	187 168	229 738	228 429	224 062	215 570
Dlouhodobý dluh	142 440	142 570	122 102	95 924	95 444	94 967	94 492	94 020	93 550
Ostatní dlouhodobé závazky	31	31	34	32	32	32	32	32	32
Investovaný kapitál	377 192	393 362	356 007	257 054	282 645	324 737	322 954	318 114	309 151
Dlouhodobá aktiva	415 908	428 088	410 372	403 083	399 688	396 134	392 268	388 722	385 267
Nehmotná dlouhodobá aktiva	31 127	37 429	24 244	23 677	31 370	32 377	33 384	34 391	35 397
Finanční investice	142 943	113 332	138 768	533 820	531 937	353 186	132 045	103 951	104 604
Hotovost a krátkodobé cenné papíry	7 278	9 755	6 064	26 640	27 700	36 688	39 039	43 280	28 843
Zásoby	26 458	37 682	48 951	33 480	39 159	46 982	52 370	52 300	52 240
Pohledávky	73 855	67 218	65 140	148 548	147 969	126 985	105 648	82 303	77 531
Ostatní aktiva	9 874	11 070	8 919	13 674	14 084	14 507	14 942	15 390	15 852
Krátkodobý dluh	18 526	29 323	29 725	41 957	41 537	41 122	40 711	40 304	39 901
Obchodní závazky	63 346	66 872	73 744	88 177	90 801	112 851	107 284	98 860	87 640
Rezervy	92 497	110 138	124 709	129 911	127 578	134 804	142 031	149 259	156 489
Ostatní závazky	155 882	104 879	118 273	665 823	649 346	393 344	156 715	113 800	106 553
Investovaný kapitál	377 192	393 362	356 007	257 054	282 645	324 737	322 954	318 114	309 151
Celková aktiva	707 443	704 574	702 458	1 182 922	1 191 907	1 006 858	769 694	720 336	699 734
<b>CASH FLOW</b>									
Zisk před zdaněním	13 517	18 411	7 906	13 426	62 054	102 767	100 824	94 991	84 478
Odpisy	28 139	29 016	28 284	31 628	33 026	38 447	38 338	37 119	34 631
Amortizace jaderného paliva	4 027	4 096	4 197	4 110	4 151	4 193	4 235	4 277	4 320
Ostatní nepeněžní operace	7 986	21 409	19 596	-14 732	3 450	6 252	6 474	6 774	6 783
Změna pracovního kapitálu	-10 396	-20 990	21 206	32 312	-17 970	-43 133	-5 740	-447	-14 874
Placené daně	-3 327	-4 136	-3 748	-3 550	-12 527	-20 746	-20 354	-19 177	-17 054
Čisté placené úroky	-4 777	-5 023	-5 307	-4 051	-2 614	-2 994	-3 213	-3 612	-3 619
Přijaté dividendy	182	148	23	13	13	13	13	13	13
Provozní cash flow	35 351	42 931	72 157	59 156	69 582	84 799	120 576	119 939	94 677
Cash flow z investiční aktivity	-25 901	-32 363	-33 723	-7 118	-40 000	-42 000	-44 000	-48 000	-50 000
Placené dividendy	-17 613	-12 861	-18 139	-27 963	-23 572	-39 645	-81 968	-80 361	-76 075
Cashflow s finanční aktivity	-14 795	-8 091	-42 125	-31 462	-28 522	-33 811	-74 225	-67 698	-59 114
Změna v hotovosti	-5 345	2 477	-3 691	20 576	1 060	8 988	2 350	4 241	-14 437

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Finanční údaje ČEZ**

	2018	2019	2020	2021	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
<b>POMĚRY (%)</b>									
EBITDA marže	26,9	29,2	30,3	27,8	34,5	38,9	38,7	38,2	37,3
Provozní marže	10,7	12,8	5,9	7,1	23,1	28,7	28,6	28,1	27,1
Hrubá marže	7,3	8,9	3,7	5,9	21,1	26,7	26,3	25,6	24,4
Čistá marže (upr.)	7,1	9,2	10,7	9,8	17,1	21,5	21,2	20,6	19,7
Úrokové krytí (x)	4,1	3,6	2,6	4,3	26,0	36,9	34,1	28,9	26,0
Čistý zisk / vlastní kapitál (x)	0,7	0,6	0,6	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5
Čistý dluh / EBITDA (x)	3,1	2,7	2,3	1,8	1,1	0,7	0,6	0,6	0,8
ROE	5,4	7,8	9,4	11,3	28,8	39,7	35,4	33,8	31,0
ROA	2,0	2,7	3,2	2,4	4,2	7,5	9,1	10,3	9,6
ROCE	3,4	4,9	6,1	7,3	18,6	27,2	25,1	23,9	21,7
Dividendový výplatní poměr	85,8	98,6	96,8	122,7	106,2	79,4	99,5	99,4	99,9
<b>ÚDAJE NA AKCII (CZK)</b>									
Čistý zisk (upr.)	24,5	35,3	42,6	41,6	93,6	154,4	151,5	142,8	127,1
Vlastní kapitál	438,7	468,7	437,2	300,7	349,4	428,8	426,4	418,2	402,4
Volný cash flow	31,2	18,0	103,8	128,3	65,9	89,5	154,6	147,0	96,4
Hrubá dividendy	33,0	24,0	34,0	52,0	44,0	74,0	153,0	150,0	142,0
<b>TRŽNÍ OCENĚNÍ</b>									
P/E (x)	21,8	14,4	12,1	19,9	12,4	7,5	7,6	8,1	9,1
Price/Operating cash flow (x)	6,6	5,2	3,4	6,6	7,3	5,7	4,3	4,3	5,4
Price/free cash flow (x)	17,1	28,3	5,0	6,4	17,6	12,9	7,5	7,9	12,0
Price/book value (x)	1,2	1,1	1,2	2,8	3,3	2,7	2,7	2,8	2,9
Price/sales (x)	1,6	1,3	1,3	1,9	2,1	1,6	1,6	1,7	1,8
Dividendový výnos (%)	6,2	4,7	6,6	6,3	3,8	6,4	13,2	13,0	12,3
EV/revenues (x)	2,4	2,1	2,0	2,4	2,5	1,9	1,9	1,9	2,1
EV/EBITDA (x)	9,0	7,3	6,6	8,8	7,2	4,8	4,9	5,0	5,7
EV/IC (x)	1,2	1,1	1,2	2,2	2,6	2,2	2,2	2,3	2,4

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 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>

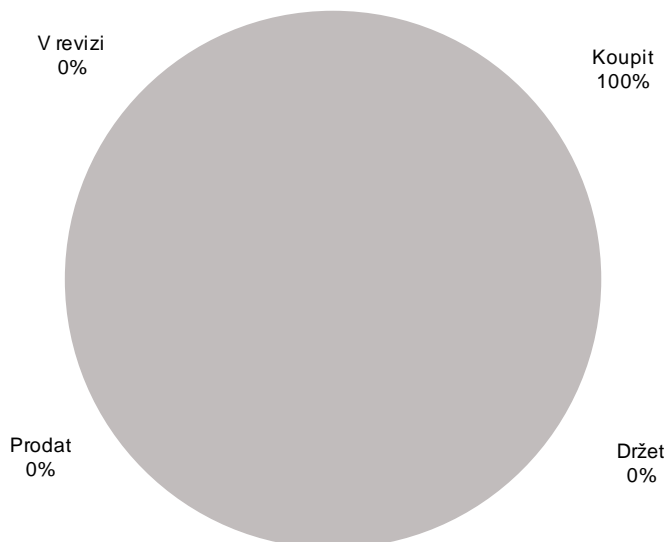
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 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	Colt CZ Group SE	ČEZ	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon-wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
<b>Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů</b>									
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	konec	konec	koupit	konec
Cílová cena	GBP 600	CZK 645	CZK 1 393	CZK 381	CZK 109.7	pokrývání	pokrývání	CZK 18183	pokrývání
Datum	11.02.2021	17.01.2022	07.06.2022	12.05.2022	31.08.2021	25.02.2022	15.02.2021	11.02.2022	22.11.2019
Cena v den publikace	CZK 147	CZK 506	CZK 1 154	CZK 293	CZK 87,1	CZK 270	CZK 800	CZK 16760	EUR 24.7
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců			12 měsíců	
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota			B. Trampota	
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>									
Doporučení	koupit	v revizi	v revizi	v revizi	v revizi	koupit	v revizi	koupit	koupit
Cílová cena	GBP 466	v revizi	v revizi	v revizi	v revizi	CZK 362	v revizi	CZK 16512	EUR 26
Datum	30.08.2019	31.03.2021	10.05.2022	15.02.2022	07.05.2021	26.03.2021	30.04.2020	20.11.2020	03.03.2017
Doporučení	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	
Cílová cena	v revizi	CZK 357	CZK 905	CZK 367	CZK 97	CZK 293	CZK 924	CZK 18308	
Datum	14.08.2019	27.11.2020	10.12.2021	12.01.2021	29.10.2019	08.01.2020	01.04.2019	03.12.2018	
Doporučení	koupit		koupit	v revizi	koupit	koupit	držet	koupit	
Cílová cena	GBP 342		CZK 621	v revizi	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 17546	
Datum	15.06.2018		23.07.2020	26.11.2020	07.03.2019	12.12.2018	26.10.2018	22.08.2017	
Doporučení			koupit	koupit	koupit	koupit	v revizi	držet	
Cílová cena			CZK 717	CZK 482	CZK 93	CZK 270	v revizi	CZK 13500	
Datum			10.06.2019	04.07.2019	06.03.2018	18.08.2017	17.05.2018	25.05.2017	
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
<b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>									
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