

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 1354 Kč

ČEZ	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	1354 Kč
Předchozí doporučení (29.3.2022):	Akumulovat
Předchozí cílová cena (29.3.2022):	1026 Kč
Datum vydání:	15.7.2022

Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny

Tržní kapitalizace: 551 mld. Kč

Závěrečná cena k 14.7.2022 (čas 16:25): 1024 Kč

Roční maximum (9.6.2022, čas 16:25): 1216 Kč

Roční minimum (19.7.2021, čas 16:25): 585 Kč

Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP

Podíl v indexu PX: 19,8 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,96

Struktura akcionářů

Česká republika: 69,8 %

Free float: 30,2 %

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ



zdroj: www.fio.cz/e-broker

Výrazně vylepšený výhled letošního hospodaření a další extrémní růsty tržních cen elektřiny indukující skokový růst ziskovosti v roce 2023 nás přiměly ke **zvýšení cílové ceny na akcie ČEZ z 1026 Kč na 1354 Kč. Zároveň zvyšujeme investiční doporučení z „akumulovat“ na „koupit“.**

Extrémní, bezprecedentní vývoj na energetických trzích přetrvává. Nervozita na trhu se zemním plynem v důsledku pokračujícího geopolitického napětí neustává. Konflikt na Ukrajině se neuklidňuje, dodávky ruského zemního plynu do Evropy provázejí čím dále větší komplikace, což znamená další tlaky na růst cen této komodity. Roční kontrakt na zemní plyn se od letošního března více než zdvojnásobil k úrovním 140 EUR/MWh, kratší kontrakty se na energetických burzách v současnosti vyšplhaly až k 170 EUR, když ještě v polovině března byly pod úrovní 100 EUR. Ceny emisních povolenek se stabilizovaly na vysokých úrovních kolem 85 EUR, přičemž kombinace krátkodobých, resp. dlouhodobých faktorů v podobě snah o dočasné větší využití uhelných elektráren, resp. pokračujícího směřování klimatické politiky EU, snižuje pravděpodobnost jejich výraznější korekce.

Tržní ceny elektřiny tak v průběhu jarních měsíců dostávaly další prorůstové impulsy, z již extrémních úrovní se nadále posouvaly výše, a to napříč forwardovou křivkou, když např. roční, resp. dvouletý kontrakt atakuje hladinu 350 EUR, resp. 230 EUR/MWh. Výraznější ochlazení dvou nejvýznamnějších cenotvorných faktorů pro elektřinu v podobě **zemního plynu, resp. emisních povolenek se v nejbližším období nejeví jako pravděpodobné, což snižuje vyhlídky pro významnější korekci na cenách elektřiny.**

Hospodaření ČEZu se tak posouvá o další řád výše, a to již v roce 2022. Po lepších než očekávaných výsledcích za 1Q 2022 ČEZ překvapil výrazně zlepšeným letošním výhledem EBITDA, resp. očištěného čistého zisku z úrovně 85 – 89 mld. Kč, resp. 38 – 42 mld. Kč na **95 – 99 mld. Kč, resp. 45 – 49 mld. Kč**. To by znamenalo ve srovnání s rokem 2021 růst EBITDA o 50 – 57 %, na úrovni čistého zisku by se pak dokonce jednalo o více než dvojnásobné navýšení. Domníváme se, že letošní hospodaření ČEZu může být ještě o něco lepší. Ačkoliv měl ČEZ ke konci března na rok 2022 prodáno již 92 % elektřiny za 83 EUR, tak letošní doprodeje za krátkodobé kontrakty, jejichž některé ceny výrazně přesahují hranici 400 EUR, podle našich odhadů směřují finální realizační cenu elektřiny (včetně peakload) k úrovním poblíž 105 EUR.

Tabulka č.1: Výhled hospodaření

mld. Kč	2021	2022	2023	2024	2025
Výnosy	228	288	392	388	359
EBITDA	63,2	102	143	142	130
EBIT	28,5	70,4	111	109	97
Čistý zisk	22,3	51,3	83,2	82,0	71,6

zdroj: odhady Fio banka; pozn.: rok 2021 skutečnost; čistý zisk a EBIT jsou očištěné o mimořádné vlivy

Tabulka č.2: Předchozí výhled

mld. Kč	2021	2022	2023	2024	2025
Výnosy	228	264	288	282	274
EBITDA	63,2	85,2	93,6	91,6	88,1
EBIT	28,5	53,6	62,0	59,8	56,2
Čistý zisk	22,3	37,9	44,4	42,5	39,4

zdroj: odhady Fio banka; pozn.: čistý zisk a EBIT jsou očištěné o mimořádné vlivy

Tabulka č.3: Výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh, baseload)

rok	2022	2023	2024	2025
cena	100	151	150	134

zdroj: odhady Fio banka

Tabulka č.4: Předchozí výhled cen elektřiny (EUR/MWh, baseload)

rok	2022	2023	2024	2025
cena	88	100	97	92

zdroj: odhady Fio banka

Tabulka č.5: Výhled dividend 2022 – 2025

2022	2023	2024	2025
48	76	124	122

zdroj: odhady Fio banka; pozn.: rok 2022 skutečnost

Tabulka č.6: Předchozí výhled dividend 2022 – 2025

2022	2023	2024	2025
44	56	66	63

zdroj: odhady Fio banka

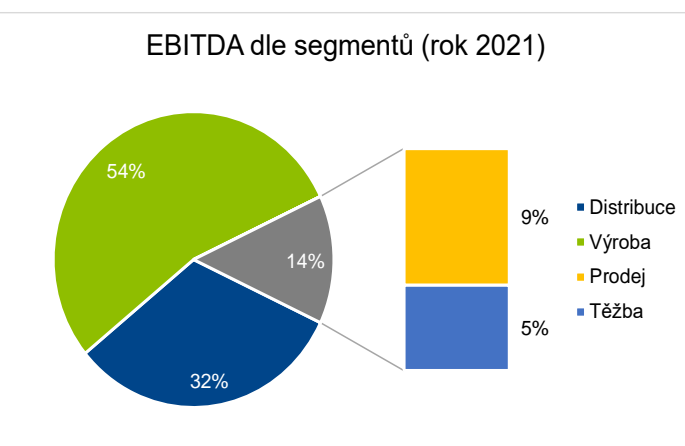
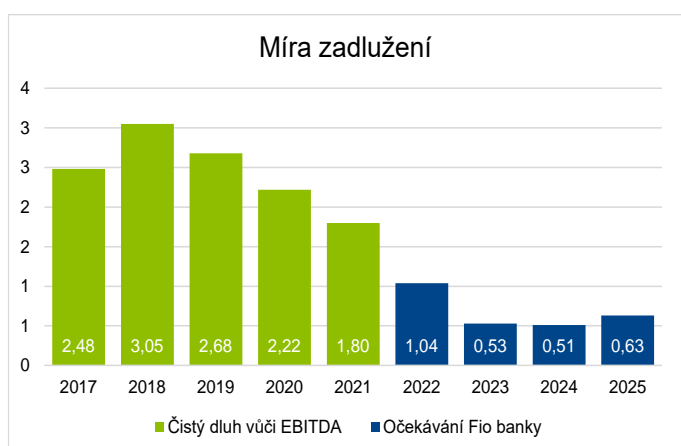
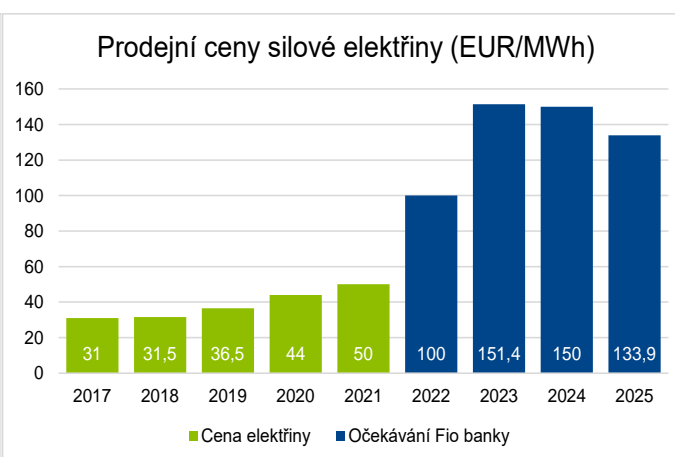
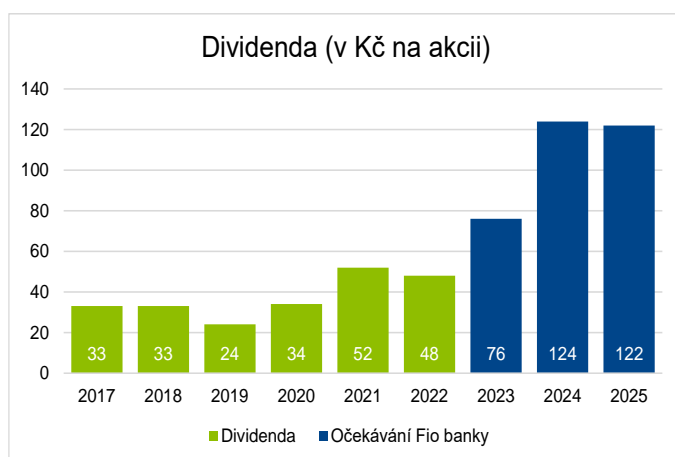
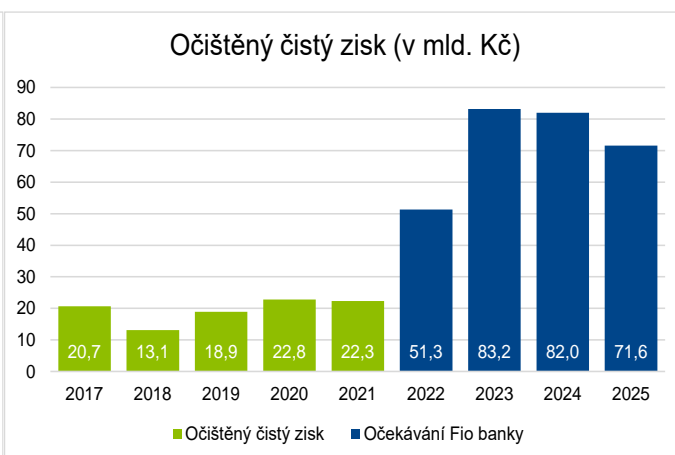
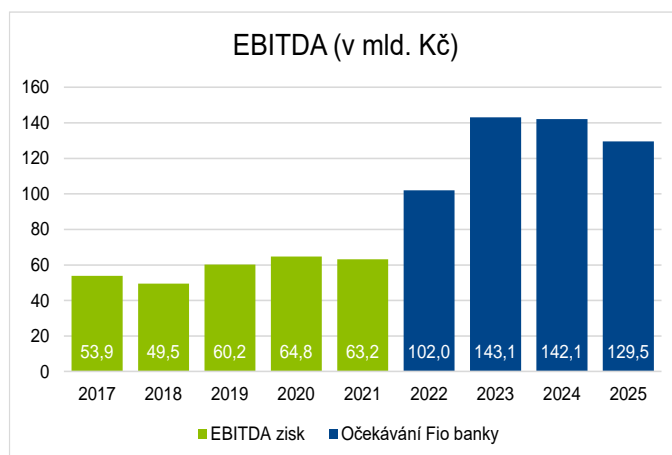
To převyšuje dosavadní predikci ČEZu posazenou do rozmezí 95 – 98 EUR/MWh a **indikuje nám to letošní EBITDA, resp. očištěný čistý zisk ve výši 102 mld. Kč, resp. 51,3 mld. Kč.**

Už nyní je vzhledem k aktuální situaci na energetických trzích patrné, že ke skokovému navýšení hospodaření dojde i v roce 2023. Nově očekáváme **v příštím roce EBITDA ve výši 143,1 mld. Kč (+40,3 % y/y) a očištěný čistý zisk na úrovni 83,2 mld. Kč (+62,2 % y/y)**, což výrazně překonává naše předchozí odhady 93,6 mld. Kč, resp. 44,4 mld. Kč. Cena, za kterou bude ČEZ v příštím roce prodávat svoji silovou elektřinu, se totiž podle našich odhadů může posunout až do blízkosti 150 EUR, což má potenciál přinést do EBITDA impuls kolem 41 mld. Kč. Ke konci letošního března měla sice společnost na rok 2023 předprodáno 61 % elektřiny za 70,9 EUR, ale současné rekordní tržní ceny elektřiny finální cenu ještě podstatně navýší. Obdobnou úroveň realizační ceny elektřiny a ziskovosti nyní vidíme i v roce 2024. Vrchol hospodaření ČEZu tak může přicházet v letech 2023, resp. 2024. S delším obdobím se pak zvyšuje pravděpodobnost postupného zklidnění situace na energetických trzích, nalézání alternativních cest pro přepravu zemního plynu do Evropy a z toho vyplývající možná normalizace cen elektřiny, byť se nedomníváme, že by tržní ceny měly v horizontu tří let výrazněji korigovat pod úroveň 100 EUR.

Vylepšené výhledy hospodaření s sebou přináší i **pozitivnější náhled na dividendy**. Po letošních 48 Kč na akcii, v příštím roce pravděpodobně dojde ke **skokovému nárůstu dividendy**. Poslední květnový výhled managementu ČEZu hovoří o dividendě vyplacené v příštím roce **v rozmezí 67 – 73 Kč**. Náš aktuální pohled na ziskovost společnosti v letošním roce však indikuje dividendu v roce 2023 ve výši **76 Kč na akcii (cca 7,4% dividendový výnos)**. V roce 2024 pak predikujeme, vzhledem k výše předpokládanému výrazně pozitivnímu trendu v hospodaření, **výplatu ve výši 124 Kč, což by posouvalo dividendový výnos k hladině 12 %**. V našich výhledech bereme v potaz nedávno aktualizovanou dividendovou politiku stanovující výplatní poměr do rozmezí 60 – 80 % očištěného čistého zisku. Vzhledem k nízké zadluženosti pohybující se kolem 1x EBITDA a tedy silné likvidní pozici uvažujeme výplatní poměr na horní hraně rozpětí. Vedle toho podle našeho názoru v budoucnu vzniká prostor pro úpravu výplatního poměru směrem nahoru, když stát může nacházet v dividendě ČEZu dodatečné zdroje určené pro kompenzaci vysokých cen energií domácnostem a firmám. V základním scénáři nicméně počítáme se stávající dividendovou politikou.

Výše uvedené predikce hospodaření a dividend platí za předpokladu, že nedojde k žádné transformaci či rozdělení ČEZu. Politická představitelé před nedávnou dobou úvahy o možné korporátní akci, směřující například k rozdělení společnosti, resp. k zestátnění její části, připustili. Dokud však nedojde ke konkrétním návrhům nebo závěrům, pak v našich předpokladech bereme v úvahu stávající podobu ČEZu. V poslední době se na politické scéně rovněž objevily úvahy o zavedení speciální daně na energetické společnosti. Bez konkrétních závěrů a rozhodnutí však nelze v našem modelu ocenění kvantifikovat dopady do ziskovosti, resp. cílové ceny. V našich aktuálních predikcích tak s mimořádným zdaněním nepočítáme a do aktualizované cílové ceny čistě promítáme jen pokračující silný fundament na energetických trzích. Potenciální zavedení mimořádné daně je třeba vnímat jako jedno z možných rizik uvedených v níže uvedené SWOT analýze.

Grafický přehled



Ocenění společnosti
Tabulka č.7: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2023	2024	2025
risk free rate (%)	4,50	4,00	3,50
risk premium (%)	6,61	6,61	6,61
beta	0,96	0,96	0,96
cost of equity (%)	10,85	10,35	9,85
cost of debt (%)	3,70	3,50	3,30
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	2,96	2,80	2,64
equity weight	0,87	0,91	0,91
debt weight	0,13	0,09	0,09
WACC (%)	9,84	9,66	9,23

zdroj: odhady a výpočty Fio banka, Bloomberg

Tabulka č.8: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2023	2024	2025
EBIT	110,5	109,2	96,5
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0
NOPAT	88,4	87,3	77,2
odpisy	32,6	32,9	33,0
změna ČPK	-3,0	-5,4	-6,2
CAPEX	45,2	55,3	51,0
FCFF	78,8	70,3	65,3
FCFF(t+1)	66,3		
terminal value	858,1		
enterprise value	831,9		
čistý dluh	105,9		
equity value	726,1		
počet akcií (mil. ks)	536,2		
cílová cena (Kč, k 1.1.2023)	1354		

zdroj: odhady a výpočty Fio banka, ČEZ

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti ČEZ, byl použit model DCF (diskontované cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, náklady, zisk, odpisy, investice atd.). K výpočtu bylo použito vlastních odhadů budoucího hospodaření firmy. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následného diskontování. Diskontním faktorem v našem modelu jsou průměrně vážené náklady kapitálu (WACC) počítané jako součet nákladů na vlastní a cizí kapitál při zohlednění předpokládaných vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého dluhopisu ČR) a rizikové prémie. Základem pro určení rizikové prémie je součet rizikové prémie USA a rizikové přírážky ČR (zdroj: Damodaran).

Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu, konkrétně alternativní cílové ceny při různém nastavení WACC a tzv. pokračující míry růstu ve druhé fázi našeho modelu ocenění.

Tabulka č.9: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

pokračující růst	WACC				
	8,83%	9,03%	9,23%	9,43%	9,63%
1,1%	1349	1320	1291	1264	1238
1,3%	1383	1352	1322	1293	1266
1,5%	1419	1386	1354	1324	1296
1,7%	1457	1422	1388	1356	1326
1,9%	1497	1459	1424	1391	1359

zdroj: odhady Fio banka

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Stabilní společnost s působností ve střední Evropě.
- Vhodný výrobní mix, od bezemisních jaderných elektráren, OZE plynu, až po účinné uhelné elektrárny napájené z vlastních dolů.
- Komplexní obchodní model: těžba, výroba, distribuce, prodej.
- Systém předprodejů silové elektřiny eliminující rizika nadměrných poklesů cen elektřiny na energetických burzách.
- Silná likvidní pozice.
- Atraktivní dividendová politika.
- Financování za relativně nízké úrokové sazby.
- Nízká míra zadlužení neohrožující finanční stabilitu společnosti.

• Slabé stránky

- Vliv státu, politická rizika (stát prostřednictvím MFČR vlastní téměř 70 % akcií společnosti).
- Velká organizační struktura, riziko nižší flexibility.
- Silná expozice ve výrobním segmentu znamená tržní rizika vyplývající z volatilního vývoje na energetických burzách.

• Příležitosti

- Potenciál výraznějšího využívání OZE ve výrobním mixu v rámci postupného odklonu od uhlí.
- Potenciál navýšení výroby z jaderných elektráren do rozmezí 31,5 – 32 TWh, resp. i mírně nad tuto úroveň.
- Silné páteřní uhelné zdroje – Tušimice, Pruněrov (obě komplexně zmodernizované elektrárny), Ledvice (nová elektrárna).
- V souladu s klimatickými ambicemi potenciál rozšiřovat působení v segmentu energetických služeb prostřednictvím dceřiné firmy ČEZ ESCO.
- Působení na trhu zemního plynu, kam ČEZ úspěšně vstoupil v roce 2010 a stal se největším alternativním dodavatelem v ČR.
- Realizace úspor s cílem snížit provozní náklady a podpořit ziskovost.

• Hrozby

- Riziko státních zásahů do trhů s energiemi: **zavedení sektorové daně**, zastropování cen elektřiny, zásahy do systému obchodování s emisními povolenkami
- Nejistoty ohledně vývoje regulace evropské energetiky, resp. plnění klimatických cílů.
- V návaznosti na předchozí bod hrozba poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.
- Riziko zastavení dodávek zemního plynu z Ruska.
- Riziko poklesu cen komodit (zejména zemní plyn a uhlí) s negativním dopadem do tržních cen elektřiny.
- Politická rizika spojená s potenciální výstavbou nového jaderného bloku.

Výše uvedená rizika mohou negativně ovlivnit hospodaření společnosti a tím i vývoj ceny akcie. V případě výskytu těchto rizik nemusí být dosaženo námi stanovené cílové ceny.

Jan Raška
Fio banka, a.s.
Analytik
jan.raska@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Všechny informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5 % na základním kapitálu Fia. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přijme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

Koupit – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

Akumulovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5% až -5%

Redukovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %.

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

Nákup – long: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Prodej - short: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti ČEZ naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/11392-cez>. Uvedený seznam obsahuje informace o datu vydání investičního doporučení, typu doporučení, cílové ceně a ceně v době zveřejnění doporučení, investičním horizontu či totožnosti příslušného analytika Fio banky, a.s.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akci naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílů jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na **www.fio.cz**