

**Doporučení: Držet**  
**Cílová cena: 616 Kč**

29. 8. 2014

Vzhledem k aktuálnímu vývoji ceny akcie ČEZ jsme se rozhodli ke změně investičního doporučení na tento akciový titul. Od vydání naší analýzy z počátku července akcie ČEZu nastolily rostoucí trend a postupně směřovaly k naší cílové ceně 616 Kč. K růstu ceny akcie napomáhala určitá stabilizace až mírný růst ceny silové elektřiny, když roční kontrakt na německé burze se od začátku července odrazil z úrovní mírně nad 34 EUR/MWh na aktuální hodnoty těsně pod 36 EUR/MWh a rovněž cenu akcie podpořily i mírně lepší provozní výsledky hospodaření za 2Q 2014 včetně zvýšeného výhledu letošního čistého zisku. V posledních dnech se cena akcie ČEZu pohybuje poblíž naší cílové ceny a aktuálně se tak podle našeho názoru naplnil cca 10% růstový potenciál, který jsme od vydání naší analýzy predikovali. Snižujeme tak doporučení ze stupně „akumulovat“ na stupeň „držet“. Z krátkodobého pohledu tak v současnosti nevidíme na akciích ČEZu výraznější růstový potenciál. Navíc v posledních dnech opět zesílily spekulace o zájmu ČEZu o majoritní podíl ve společnosti Slovenské elektrárne. To by mohlo podle našeho názoru v příštích týdnech vyvolat určitou nervozitu na akciích ČEZu, když určitá část investorů spekuluje na budoucí výraznější navýšení dividendového výplatního poměru (na úroveň kolem 70 %). Takovýto poměr by v případě realizace akvizice zřejmě nebyl příliš reálný.

**Doporučení: Držet**  
**Cílová cena: 616 Kč**

1. 7. 2014

### ČEZ

Doporučení: Akumulovat  
Cílová cena: 616 Kč  
Předchozí doporučení: Držet  
Předchozí cílová cena: 558 Kč

#### Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:  
ČEZ, a.s.

Duhová 2/1444  
Praha 4, 140 53

[www.cez.cz](http://www.cez.cz)

Ticker: BAACEZ (BCPP)

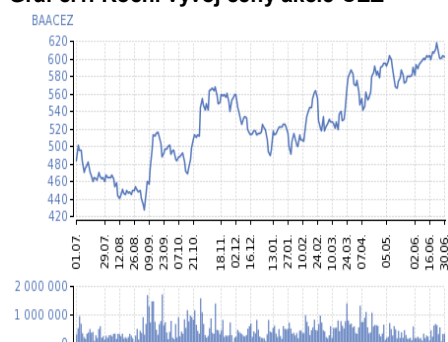
Odvětví: výroba a prodej elektřiny  
Tržní kapitalizace: 324,1 mld. Kč  
Aktuální cena k 1.7.2014: 570 Kč  
Roční maximum: 619,40 Kč  
Roční minimum: 427,90 Kč  
Zařazen v indexech: PX, BEUELEC, CETOP20...  
Podíl v indexu PX: 20,79 %

#### Struktura akcionářů

Česká republika: 69,78 %  
Free Float: 30,22 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,87

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ



V naší nové analýze energetické společnosti ČEZ zvyšujeme cílovou cenu akcie z úrovně 558 Kč na 616 Kč a zároveň přistupujeme ke zvýšení investičního doporučení ze stupně „držet“ na „akumulovat“. I přes očekávaný pokles ziskovosti v následujících dvou letech odhadujeme silnou hotovostní pozici, která bude podle našeho názoru stále nabízet zajímavý dividendový výnos v rozmezí 5 – 6 %. Nadále tak na akcie ČEZ nahlížíme jako na poměrně atraktivní dividendový titul. Předpoklad silné likvidní pozice vychází z očekávaného výraznějšího omezení investičních výdajů, když nákladná modernizace uhelných zdrojů končí letošním rokem a dále došlo ke zrušení tendru na dostavbu dvou nových bloků Temelína. V letech 2015 – 2018 tak neočekáváme významnější rozvojové CAPEX, což pozitivně ovlivní cash flow společnosti. Management společnosti tak podle našeho názoru bude mít v nejbližších letech větší flexibilitu v rozhodování o dividendové politice, když očekáváme minimálně udržení dividendového výplatního poměru na úrovni 60 % s potenciálem navýšení až na 70 – 75 %. Dále ve svých odhadech počítáme od letošního roku se stabilizací až mírným růstem tržních cen elektřiny, když podpurnými faktory by mohly být opatření EU zaměřené na částečné omezení nabídky emisních povolenek na trhu (tzv. backloading), nová německá legislativa omezující podporu OZE a rovněž zlepšující se makroekonomické prostředí s alespoň mírným pozitivním dopadem do poptávky po elektřině. Výše zmíněné faktory nás vedly jak ke zvýšení cílové ceny, tak doporučení na akcie ČEZ. Domníváme se tak, že tento akciový titul nabízí v ročním horizontu téměř 10% investiční potenciál.

#### Představení společnosti

Skupina ČEZ je energetickým koncernem, jehož hlavním předmětem podnikání je výroba, obchod a distribuce elektrické a tepelné energie, obchod a prodej zemního plynu a rovněž těžba uhlí. Mateřskou společností celé Skupiny je ČEZ, a. s., jehož hlavním akcionářem je prostřednictvím Ministerstva financí Česká republika s podílem na základním kapitálu téměř 70 %. Skupina (společnost) provádí svoji podnikatelskou činnost jak na území České republiky, která je jejím hlavním trhem, tak v zahraničí. Mezi hlavní zahraniční trhy, ve kterých ČEZ vlastní energetická aktiva, patří Polsko, Bulharsko, Rumunsko a Turecko. Podnikání společnosti je rozděleno do segmentů výroba a obchod, distribuce a prodej, těžba a ostatní. Segmenty jsou dále rozděleny do dvou oblastí, a to střední Evropa (SE) a jihovýchodní Evropa (JVE). Segmenty výroba a obchod SE a distribuce a prodej SE jsou nejvýznamnějšími segmenty společnosti. Z hlediska ziskovosti je nejdůležitějším segmentem výroba a obchod SE, když v roce 2013 tento segment realizoval provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 46,9 mld. Kč a na celkové EBITDA společnosti se podílel 57 %.

**Tabulka č.1: Základní ukazatele**

ČEZ	2011	2012	2013
Produkce elektřiny (GWh)	69 209	68 832	66 709
Instalovaný výkon (MW)	15 122	15 800	15 200
Výnosy (mil.Kč)	209 761	215 095	217 273
EBITDA (mil. Kč)	87 312	85 818	82 054
Čistý zisk (mil. Kč)	40 753	40 153	35 234
P/E	10,3	8,77	7,69
P/S	0,94	1,69	1,27
ROA (%)	7,13	6,71	5,62
ROE (%)	18,2	17,37	14,12

zdroj: ČEZ, Bloomberg

**Tabulka č.2: Hospodaření ČEZ podle segmentů (v mil. Kč)**

rok 2013	Výnosy <sup>1</sup>	EBITDA	EBIT
Výroba a obchod SE	63 904	46 859	27 764
podíl na celku	29,41%	57,11%	60,68%
Distribuce a prodej SE	112 379	19 478	15 919
podíl na celku	51,72%	23,74%	34,79%
Těžba SE	5 145	5 090	2 951
podíl na celku	2,37%	6,20%	6,45%
Ostatní SE	2 787	5 357	3 256
podíl na celku	1,28%	6,53%	7,12%
Výroba a obchod JVE	1 026	2 021	-2 989
podíl na celku	0,47%	2,46%	-
Distribuce a prodej JVE	32 006	2 968	-1 188
podíl na celku	14,73%	3,62%	-
Ostatní JVE	26	155	67
podíl na celku	0,01%	0,19%	0,15%
Celkem <sup>2</sup>	217 273	82 054	45 755

zdroj: ČEZ, <sup>1</sup>výnosy bez výnosů mezi segmenty,

<sup>2</sup>Údaje v řádce celkem jsou konsolidované

U provozního zisku po odečtení odpisů (EBIT) je podíl u tohoto segmentu obdobný, a to na úrovni 60 %. V roce 2013 činily výnosy segmentu výroby a obchodu SE (očistěné o výnosy mezi segmenty) 63,9 mld. Kč a na celkových provozních výnosech ČEZu ve výši 217,3 mld. Kč se tak podílely 29 %. Segment distribuce a prodej SE v loňském roce realizoval tržby na úrovni 112,4 mld. Kč, což znamená 52% podíl na celkových výnosech společnosti a je tak z hlediska objemu výnosů největším segmentem. Výkonnost všech segmentů za loňský rok a podíly jejich základních finančních ukazatelů na celkovém výsledku hospodaření společnosti shrnuje tabulka č.2.

## Česká republika

V České republice společnost ČEZ disponuje širokým portfoliem výrobních zdrojů, tzn. jadernými, uhelnými, vodními, fotovoltaickými a větrnými elektrárnami a dále teplárnami. Instalovaný výkon těchto tuzemských zdrojů činí zhruba 12 600 MW, což znamená cca 80% podíl na instalovaném výkonu celé společnosti a jejich produkce elektřiny dosahuje 62 332 GWh (62,3 TWh). ČEZ tak zhruba 90 % elektřiny vyrábí v tuzemsku. V ČR nejvíce elektřiny ČEZ vyrobí z jaderných elektráren, a to 49 %, následují uhelné elektrárny se zhruba 45% podílem na celkové tuzemské produkci elektřiny společnosti. Zbýlých 6 % připadá na obnovitelné zdroje, tedy na vodní, fotovoltaické a větrné elektrárny. ČEZ v ČR v loňském roce svým zákazníkům distribuoval (zprostředkoval) elektřinu v objemu 32 774 GWh, což je 68% podíl na celkovém objemu distribuované elektřiny za celou Skupinu. Objem prodeje elektřiny koncovým zákazníkům za rok 2013 v tuzemsku činil 20 736 GWh a na celkových prodejkách společnosti se tak tuzemsko podílí z 57 %.

Společnost rovněž od roku 2010 aktivně působí na trhu se zemním plynem, když nejprve začala prodávat plyn velkoodběratelům a středním odběratelům. Od druhé poloviny roku 2010 svojí nabídku rozšířila i na maloodběratele a domácnosti. V segmentu prodeje zemního plynu se ČEZu daří, zákaznická základna se od vstupu na trh zatím neustále rozšiřuje a společnost je aktuálně největším alternativním dodavatelem plynu v ČR (cca 5,7% podíl na trhu). Na podzim roku 2013 ČEZ vstoupil na tuzemský telekomunikační trh jako virtuální mobilní operátor. Od svého vstupu na trh společnost získala cca 60 tis. zákazníků, cílem pro letošní rok je získat přes 100 tis. zákazníků. Vstup na mobilní trh hodnotíme jako doplňkový (marginální) byznys s příspěvkem do celoročních tržeb, resp. EBITDA v řádu stovek milionů korun.

Dále se společnost ČEZ věnuje v ČR těžbě a prodeji hnědého uhlí, a to prostřednictvím své dceřiné společnosti Severočeské doly. Těžba probíhá v Dolech Nástup Tušimice a Dolech Bílina. Roční produkce, resp. odbyt uhlí činil v roce 2013 23,7 mil. tun, přičemž zhruba 74 % produkce směřuje hnědouhelným elektrárnám v rámci Skupiny a zbylých 26 % se prodává externím zákazníkům.

## Zahraničí

Zahraniční expanze byla započata v lednu 2005, kdy společnost ČEZ převzala majoritní podíly ve třech bulharských distribučních společnostech (později byly tyto firmy spojeny do jedné společnosti CEZ Razpredelenie). Na podzim téhož roku ČEZ uspěl v privatizačním tendru na koupi majoritního podílu v největší rumunské distribuční společnosti Electrica Oltenia. V roce 2006 společnost rozšířila své zahraniční portfolio o tři výrobní zdroje, konkrétně o polské černouhelné elektrárny Elcho a Skawina a bulharskou

černouhelnou elektrárnu Varna. O rok později se mezi akvizice zařadilo partnerství s maďarskou ropnou a plynárenskou společností MOL, v rámci něhož probíhaly aktivity na Slovensku a Maďarsku zaměřené mimo jiné na projekty výstavby plynových elektráren. Aktuálně jsou však tyto projekty zejména z důvodu nízkých tržních cen elektřiny pozastaveny. V roce 2008 ČEZ vstoupil do projektů výstavby největšího pevninského evropského větrného parku v Rumunsku (od konce roku 2012 je větrný park v plném provozu), v témže roce společnost vstoupila na turecký energetický trh a rovněž zvítězila v privatizačním tendru na distribuční společnost v Albánii. V lednu 2013 však ČEZ své podnikání v Albánii ukončil. Zhoršení regulatorního prostředí v této zemi v průběhu roku 2012 uvalilo albánskou distribuční divizi do ztrát. V důsledku sporů ČEZ přišel o distribuční licenci a následně v lednu 2013 byla tamní distribuční divize vyřazena z konsolidačního celku Skupiny ČEZ. Spory s Albánií však byly letos v červnu ukončeny dohodou o narovnání.

### Výsledky hospodaření za 1Q 2014

ČEZ v prvním letošním čtvrtletí vykázal meziročně slabší výsledky na všech úrovních hospodaření. K tomu přispěl jednak mimořádně silný první kvartál loňského roku, kdy provozní zisky a čistý zisk byly pozitivně ovlivněny jednorázovými vlivy v podobě výnosu z obchodů s emisními povolenkami ve výši zhruba 1 mld. Kč a v podobě pozitivního účetního dopadu vyřazení dnes již bývalé albánské dceřiné distribuční společnosti CEZ Shperndarje z konsolidačního celku Skupiny ve výši 1,8 mld. Kč, a jednak zejména meziroční pokles realizačních (prodejních) cen elektřiny a produkce elektřiny.

Výnosy v 1Q 2014 zaznamenaly meziroční pokles o 11,3 % na 53,2 mld. Kč, což bylo mírně nižší než náš odhad na úrovni 54,4 mld. Kč a než odhad trhu ve výši 55,6 mld. Kč. Hlavní negativní dopad do výnosů přišel ze strany meziročního poklesu prodejních cen elektřiny, když ČEZ v loňském roce prodával elektřinu ze svých zdrojů za 51 EUR/MWh, zatímco na letošní rok má společnost téměř veškerou svojí produkci předprodánu za zhruba 44 EUR/MWh. Mírně pod našimi odhady skončily tržby z prodeje plynu a tepla, když se nepříznivě projevila mírná zima. V souladu s naším očekáváním skončila produkce elektřiny, která za první letošní čtvrtletí poklesla o téměř 6 % y/y na 17 456 GWh. Zatímco výroba z jaderných elektráren byla meziročně beze změny, tak za poklesem stojí výhradně meziroční snížení produkce z tuzemských uhelných elektráren (-8,6 % y/y), když se projevil prodej Chvaletic realizovaný ve 3Q 2013. V 1Q 2013 ještě uhelná elektrárna Chvaletice pozitivně přispěla do celkové produkce kolem 1000 GWh.

Negativní vývoj prodejních cen elektřiny a nižší produkce patřily mezi hlavní důvody meziročního poklesu EBITDA. Ta v 1Q 2014 dosáhla úrovně 21,2 mld. Kč, níže o 25,1 % y/y. Meziročně nižší prodejní ceny elektřiny negativně ovlivnily EBITDA zisk o 2,2 mld. Kč a slabší produkce měla nepříznivý meziroční dopad ve výši 1,1 mld. Kč.

Provozní ziskovost byla v prvním letošním čtvrtletí dále poměrně výrazně negativně ovlivněna balkánskými aktivitami. Podnikání ČEZu v Rumunsku a Bulharsku přineslo v 1Q 2014 negativní meziroční dopad do EBITDA ve výši 1,3 mld. Kč, přičemž většina připadá (konkrétně 1,2 mld. Kč) na rumunský segment výroby. Ziskovost rumunského větrného parku o celkovém instalovaném výkonu 600 MW se nevyvíjí podle představ společnosti, když

**Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 1Q 2014**

mld. Kč	1Q 2014	konsensus trhu*	1Q 2013	y/y
Výnosy	53,2	55,6	60,0	-11,3%
EBITDA	21,2	22,1	28,3	-25,1%
EBIT	14,4	14,4	21,3	-32,4%
Čistý zisk	9,9	11,0	17,9	-44,7%
Zisk na akcii (Kč)	18,6	-	33,3	-44,1%

zdroj: ČEZ, \*medián podle průzkumu společnosti ČEZ

### Ziskovost ČEZu bude letos poprvé výrazněji ovlivněna downtrendem na trzích se silovou elektřinou

Graf č.2: Downtrend na trhu s elektřinou od roku 2011



zdroj: Bloomberg

nepříznivě působí jednak regulatorně snížená podpora obnovitelných zdrojů energie a jednak nižší tržní cena tzv. zelených certifikátů. V bulharském distribučním a prodejním segmentu se do ziskovosti negativně projevilo další regulatorní snížení cen elektřiny pro koncové zákazníky na rok 2014, které přišlo na konci roku 2013. To meziročně snížilo EBITDA o 0,1 mld. Kč.

Výsledky z rumunských a bulharských aktivit za 1Q 2014 nás nepřekvapily a byly téměř v souladu s našimi odhady. To, co nás pozitivně překvapilo, byly nižší než námi předpokládané provozní náklady. Zatímco náš odhad provozních nákladů za první letošní kvartál činil téměř 42 mld. Kč, tak ve skutečnosti ČEZ vykázal náklady ve výši 39 mld. Kč. Oproti naší prognóze společnost uspořila zejména na nákladech na opravy a údržbu, na materiál a v dalších ostatních provozních nákladech. Také náklady na emisní povolenky byly nižší, než jsme předpokládali. Lepší než očekávané provozní náklady vedly k tomu, že EBITDA mírně překonala náš odhad, jenž byl posazen na úrovni 19,7 mld. Kč.

Díky lepší než námi odhadované EBITDA se mírně nad naše očekávání vyvíjel rovněž provozní zisk EBIT a čistý zisk. Společnost vykázala za 1Q 2014 EBIT ve výši 14,4 mld. Kč, meziročně nižší o 32,4 %, zatímco náš odhad činil 12,6 mld. Kč. Úroveň čistého zisku činila 9,9 mld. Kč, když my jsme prognózovali 8,5 mld. Kč. Finanční část výsledovky byla v souladu s našimi očekáváními, když ČEZ v 1Q 2014 nezaúčtoval žádné mimořádné položky, ať už v pozitivním či negativním směru. Čistý zisk tak překonal naše odhady jen díky lepším výsledkům na provozní úrovni hospodaření.

### Výhled hospodaření na rok 2014

Letošní výsledky hospodaření budou do značné míry determinovány poklesem realizační ceny elektřiny. Zhruba 60 % celkové EBITDA totiž společnost realizuje z výroby a prodeje silové elektřiny v ČR (segment výroba a obchod střední Evropa) a proto pokles tržních cen elektřiny na energetických burzách výrazně negativně ovlivňuje výnosy, resp. zisky. ČEZ bude, oproti minulým rokům, letos poprvé čelit výraznějšímu poklesu ziskovosti. Zatímco ještě v letech 2011, 2012 a 2013 ČEZ prodával elektřinu ze svých zdrojů za relativně vysoké ceny 52, resp. 52,50, resp. 51 EUR/MWh (a profitoval tak z vysokých tržních cen silové elektřiny z let 2010 a 2011, jenž se pohybovaly i mezi 50 – 55 EUR/MWh či dokonce mezi 55 – 60 EUR/MWh po havárii v japonské Fukušimě), tak v předprodejích elektřiny pro letošní rok se poprvé výrazněji projevila dlouhodobý downtrend, který započal zhruba od druhé poloviny roku 2011. Jak už jsme uvedli výše, ČEZ má na rok 2014 předprodánu elektřinu ze svých zdrojů v průměru za 44 EUR/MWh, meziročně níže o 13,7 %. Tento meziroční pokles ceny podle našich odhadů bude mít negativní dopad do letošní EBITDA ve výši cca 8,5 mld. Kč a bude to tak jednoznačně největší nepříznivý faktor v rámci výsledků za rok 2014.

Téměř neutrální vliv očekáváme od letošní produkce elektřiny. Oproti roku 2013 nepředpokládáme výraznější změnu. Odhadujeme výrobu kolem úrovně 66 000 GWh, meziročně méně zhruba o 1 %. Meziročně téměř stabilní výrobu odhadujeme zejména z toho důvodu, že komplexní obnova tří bloků uhelné elektrárny Pruněřov II by měla být dokončena až začátkem roku 2015 a dokončení nové uhelné elektrárny Ledvice o výkonu 660 MW

### Změna regulatorního prostředí v Rumunsku negativně ovlivní hospodaření i v letošním roce

má společnost naplánováno na letošní listopad. Z této nové elektrárny tak zatím letos neočekáváme výraznější příspěvek do tržeb a zisků. Produkce z tuzemských uhelných zdrojů by tak podle našeho odhadu měla meziročně stagnovat a měla by se pohybovat kolem úrovní 28 000 GWh. Téměř žádnou meziroční změnu nelze čekat ani od objemu produkce z jaderných zdrojů, která by tak letos měla činit zhruba 30 700 GWh. Mírný meziroční pokles celoroční produkce by tak mohl být dán zejména společností očekávanou nižší výrobou z tuzemských vodních elektráren, když se prozatím negativně projevují nižší průtoky řek (slabší hydrometeorologické podmínky hlavně díky letošní mírné zimě).

#### Očekáváme další pokles ziskovosti z rumunského segmentu výroby

Od rumunského větrného parku Fantanele a Gogeaalac si management ČEZu sliboval daleko výraznější provozní ziskovost než je tomu ve skutečnosti. Společnost ve svém pozitivním scénáři indikovala, že roční provozní zisk EBITDA tohoto parku by mohl dosahovat až 5 mld. Kč. To byly však plány, které se vztahovaly k přelomu let 2012 a 2013, kdy ČEZ počítal se štedřejší podporou obnovitelných zdrojů energie (OZE). Podle původního schématu totiž ČEZ od 4Q 2012 dostával na své větrné elektrárny dva zelené certifikáty. Konkrétně ještě v 1Q 2013 na jeden certifikát společnost inkasovala cca 54 EUR za každou vyrobenou MWh. ČEZ dostával dva, takže podpora tehdy celkem činila 108 EUR/MWh. K tomu bylo nutné přičíst cenu silové elektřiny, která se v Rumunsku v loňském prvním kvartále pohybovala kolem 45 EUR/MWh. Celkově tak ČEZ v 1Q 2013 získával z větrného parku za každou vyrobenou MWh kolem 150 EUR, což indikovalo velice zajímavou roční provozní ziskovost, která se podle našich odhadů mohla pohybovat v rozmezí 4,5 – 5 mld. Kč.

Tabulka č.4: EBITDA – Rumunsko

EBITDA (mld. Kč)	2011	2012	2013	2014*
výroba a obchod	1,2	2,6	2,3	0,6

zdroj: ČEZ, \*vlastní odhad

Rumunské instituce však v průběhu loňského roku snížily podporu OZE. Pro ČEZ to konkrétně znamenalo, že od července 2013 dostával na svoji větrnou farmu pouze jeden zelený certifikát s tím, že přidělování druhého bylo odloženo až do roku 2018. Navíc od 2Q 2013 začala postupně klesat tržní cena zeleného certifikátu z úrovní kolem 54 EUR až k hladině kolem 40 EUR (ke konci roku 2013 se cena mírně zvedla k cca 44 EUR). Souběh výše uvedených faktorů, tedy odebrání jednoho certifikátu a pokles jeho tržní ceny, vedl k tomu, že od 3Q 2013 meziročně klesá provozní ziskovost větrného parku. Za celý loňský rok ČEZ realizoval z rumunského segmentu výroby (tedy z rumunského větrného parku) EBITDA ve výši 2,3 mld. Kč, což je daleko níže pod plánovanými pěti miliardami. Změna regulatorních podmínek ze strany rumunských institucí však byla poměrně překvapivá a těžko předvídatelná.

Pro letošní rok očekáváme další pokles provozní ziskovosti z rumunského segmentu výroby, když hlavní negativní roli bude podle našeho názoru hrát další pokles tržní ceny zeleného certifikátu. Ta klesla až k aktuální úrovni 29,30 EUR, tedy na samou dolní mez rozpětí 54 – 29 EUR, jenž je dáno zákonem. Vlivem změn v podpoře OZE tak klesla poptávka po zelených certifikátech, což vedlo ke snížení ceny na výše uvedenou úroveň. Po zbytek letošního roku neočekáváme nějakou výraznější změnu v ceně certifikátů. Navíc nepomůže ani pozastavení přidělu prvního certifikátu pro část větrné farmy Fantanele (konkrétně pro Fantanele Vest, k pozastavení došlo na konci roku 2013) z důvodu zpožděné notifikace ze strany Evropské komise.

### Další regulatorní snížení tarifů pro letošní rok v segmentu bulharské distribuce

Tabulka č.5: EBITDA - Bulharsko

EBITDA (mld. Kč)	2011	2012	2013	2014*
distribuce a prodej	1,1	1,5	1,0	0,8

zdroj: ČEZ, \*vlastní odhady

Jedná se o technickou, administrativní záležitost. ČEZ předpokládá, že notifikaci získá v nejbližších měsících, nicméně přesné datum nelze předpovídat. Aktuálně tak ČEZ na svoji větrnou farmu získává pouze 2/3 prvního zeleného certifikátu. Všechny výše uvedené faktory podle našich odhadů způsobí, že letošní EBITDA z rumunského segmentu výroby by se mohla pohybovat v rozmezí 0,5 – 0,7 mld. Kč, což je meziroční pokles o cca 1,7 mld. Kč. Rumunský segment výroby tak podle naší prognózy bude patřit mezi hlavní negativní vlivy očekávaného meziročního poklesu celkové letošní EBITDA.

Management společnosti již ve druhé polovině loňského roku reagoval na nepříznivé regulatorní prostředí v Rumunsku vytvořením opravné položky (odpisů) v objemu 2,9 mld. Kč. Těmito odpisy (jenž byly nejvyšší v rámci celkových loňských odpisů aktiv ve výši 8,4 mld. Kč) tak společnost ve svém účetnictví reflektuje budoucí očekávané zhoršení peněžního toků plynoucí z větrného parku Fantanele a Cogeaalac. Pro letošní rok takto vysoké opravné položky z rumunských aktiv neočekáváme, domníváme se, že zhoršené výhledy peněžních toků byly z velké většiny reflektovány v odpisech loňského roku. Pokud by společnost letos vytvářela nějaké opravné položky k rumunskému segmentu výroby, tak by to bylo podle našeho názoru maximálně ve stovkách milionů korun.

### Hrozba odebrání licence v Bulharsku – riziko významnější odpisů by nemělo být tak velké jako v loňském roce

Poté, co loňského listopadu odezněla hrozba odebrání licence na distribuci a prodej elektřiny, tak letos v březnu bulharský energetický regulátor (DKEVR) opět proti ČEZu (a dále proti zbylým dvěma distributorům elektřiny v zemi, tedy rakouské EVN a české Energo-Pro) zahájil řízení o odebrání licence. Tentokrát se však nejedná o to, že by ČEZ přišel o celý svůj distribuční a prodejní byznys v Bulharsku, ale řízení se týká pouze menší společnosti CEZ Elektro, která se zabývá samotným prodejem elektřiny koncovým zákazníkům (v loňském roce hrozilo odebrání licence jak distribuční CEZ Razpredelenie, tak CEZ Elektro a v tomto kontextu jsme odhadovali hrozbu odpisu kolem 5 mld. Kč). Nyní takto velký odpis, v případě, že by skutečně došlo k odebrání licence, neočekáváme. Odhadujeme, že potenciální odpis by mohl být nižší než 1 mld. Kč.

Řízení o odebrání licence vzniklo kvůli sporu mezi státní energetickou společností NEK a ČEZ ohledně podpory OZE. Společnost ČEZ totiž nakupuje od bulharských výrobců OZE elektřinu za cenu, která je navýšena o podporu OZE. Tuto vyplacenou podporu si ČEZ nárokuje zpět od státní firmy NEK. Podle vyjádření ČEZu však NEK své závazky neplatí. ČEZ na to reagoval tím, že přestal firmě NEK platit za nakupovanou elektřinu (činnost státní společnosti NEK spočívá primárně v tom, že nakupuje elektřinu od výrobců a dále ji prodává distributorům), resp. začal započítávat své pohledávky vůči NEK. Obě společnosti, jak ČEZ, tak NEK, by si tak měly navzájem dlužit stejnou částku. Podle vyjádření energetického regulátora firma NEK požaduje po ČEZ cca 940 mil. Kč.

Rozhodnutí o odebrání/neodebrání prodejní licence se očekávalo již letos v dubnu, resp. květnu. DKEVR zatím vždy rozhodnutí odložil s tím, že další termín byl naplánován na letošní červen. Zatím však nebylo rozhodnuto.

**V letošním roce bude muset ČEZ nakoupit na trhu zhruba 18,5 mil. ks emisních povolenek.**

Podle našeho názoru je tak patrné, že prostředí v bulharské energetice není zcela stabilizované, transparentní a předvídatelné. ČEZ již v minulém roce reagoval na předpokládanou budoucí nižší ziskovost z bulharských aktiv tvorbou opravných položek ve výši 2,4 mld. Kč, a to zejména z důvodu regulatorního snížení cen pro koncové zákazníky (když hlavně 7% snížení cen z března loňského roku negativně ovlivnilo ziskovost bulharského segmentu distribuce a prodej).

ČEZ čelí v Bulharsku poklesu cen elektřiny pro koncové zákazníky i v letošním roce, když DKEVR pro letošní rok ČEZu nařídil snížit tarify o 2,4 %. Nepředpokládáme tak, že ČEZ zopakuje loňskou provozní ziskovost z bulharského distribučního segmentu ve výši 1 mld. Kč. Letošní EBITDA z tohoto segmentu odhadujeme kolem 0,8 mld. Kč.

#### **Nákup emisních povolenek pro tuzemskou výrobu zatíží letošní EBITDA o zhruba 2,5 – 3 mld. Kč**

Od roku 2013 musí ČEZ, podle schválených pravidel Evropské unie, nakupovat část emisních povolenek pro svojí tuzemskou výrobu na trhu, zatímco do roku 2012 dostával veškeré povolenky zdarma. Konkrétně v loňském roce musel ČEZ nakoupit cca 15 mil. ks povolenek, což zatížilo provozní hospodaření podle našich odhadů o zhruba 2 mld. Kč. ČEZ pro tuzemskou výrobu elektřiny a tepla potřebuje celkem cca 35 mil. ks emisních povolenek ročně. V roce 2013 tak společnost získala zhruba 57 % povolenek zdarma a 43 % musela nakoupit. V dalších letech bude podíl povolenek získávaných zdarma lineárně klesat až k nule v roce 2020. V roce 2014 by měl ČEZ nakoupit na trhu kolem 18,5 mil. ks povolenek (53 % z celkového počtu povolenek) a cca 16,4 mil. ks by mu mělo být přiděleno zdarma (47 % z celkového počtu). Takovéto poměry pro letošní rok nám indikují negativní dopad do letošní EBITDA v rozmezí 2,5 – 3 mld. Kč.

Výše uvedené tři vlivy v podobě meziročního poklesu realizačních cen elektřiny, snížené provozní ziskovosti na Balkáně a nákupu části emisních povolenek na trhu budou podle našich odhadů těmi nejzásadnějšími faktory, které budou stát za letošním očekávaným meziročním poklesem hospodaření společnosti. Za celý rok 2014 tak odhadujeme snížení výnosů o 9,7 % y/y na úroveň 196,2 mld. Kč. EBITDA zisk by podle naší prognózy měl letos činit 70,6 mld. Kč, což znamená meziroční pokles o 14 %. Pozitivní vlivy zejména v podobě předpokládaných úspor v provozních nákladech, a to jak v tuzemsku, tak rovněž v balkánských dceřiných společnostech budou jen nepatrně kompenzovat výše uvedené tři hlavní negativní vlivy. Provozní zisk EBIT letos očekáváme ve výši 42,6 mld. Kč, meziročně níže o 6,9 %. Námi předpokládaný nižší pokles EBIT oproti EBITDA je dán tím, že letos nečekáme tak výraznou tvorbu opravných položek jako v roce 2013. Potenciální mimořádné odpisy (opravné položky) podle našich odhadů hrozí zejména, jak uvádíme výše, z bulharského distribučního segmentu a z rumunského segmentu výroby. Domníváme se tak, že pokud letos ČEZ přistoupí k tvorbě mimořádných odpisů, tak jejich úroveň by neměla přesáhnout 1,5 mld. Kč. Nicméně hodnota opravných položek (mimořádných odpisů) se vždy hůře odhaduje, je to vždy o rozhodnutí samotného managementu společnosti do jaké míry si vyhodnotí budoucí peněžní toky plynoucí z jednotlivých aktiv. ČEZ testuje hodnotu svých aktiv většinou vždy v druhé polovině roku a z toho pak vznikne rozhodnutí o tvorbě opravných



položek k danému majetku. Čistý zisk pro letošní rok odhadujeme na úrovni 27,7 mld. Kč, meziročně nižší o 21,3 %.

### Výhled hospodaření ve střednědobém horizontu

Downtrend na trhu se silovou elektřinou, probíhající (jak uvádíme výše) již od druhé poloviny roku 2011, bude podle našich odhadů negativně ovlivňovat hospodaření ČEZu i v letech 2015 a 2016. S tím, jak postupně společnost předprodávala a předprodává elektřinu na budoucí období, tak se do těchto obchodů stále více projevovала a projevuje klesající tržní cena silové elektřiny z posledních let. Jinými slovy předprodeje ČEZu jsou stále více ředěny nižšími cenami. Podle naší prognózy se EBITDA ve dvouletém horizontu sníží až k úrovním kolem 61 mld. Kč a čistá ziskovost až k hladině kolem 22 mld. Kč.

**Tabulka č.6: Výhled hospodaření**

mld. Kč	2014	2015	2016	2017	2018
Výnosy	196,2	189,1	179,3	178,8	182,9
EBITDA	70,6	65,5	61,9	61,0	62,4
EBIT	42,6	36,9	34,1	33,1	33,8
Čistý zisk	27,7	24,6	22,5	22,3	22,8

zdroj: vlastní odhady

### Rok 2015

Konkrétně pro rok 2015 odhadujeme meziroční pokles výnosů o 3,6 % na 189,1 mld. Kč a meziroční snížení EBITDA o 7,2 % na 65,5 mld. Kč. Provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) předpokládáme nižší o 13,3 % y/y na úrovni 36,9 mld. Kč a čistý zisk očekáváme ve výši 24,6 mld. Kč, níže o 11,2 % y/y.

Na počátku letošního května měl ČEZ na rok 2015 předprodáno ze svých elektráren 77 % elektřiny za průměrnou cenu 40,50 EUR/MWh. ČEZu tak aktuálně zbývá doprodat cca 20 % elektrické energie. Očekáváme, že nejpozději do letošního listopadu bude mít společnost doprodáno téměř veškerou svojí výrobní kapacitu na rok 2015. Odhadujeme, že ČEZ by nakonec mohl dosáhnout průměrnou realizační cenu na rok 2015 v rozmezí 39 – 39,50 EUR/MWh.

Od začátku letošního května je patrné, že tržní cena elektřiny se na německé energetické burze postupně stabilizuje, roční kontrakt se od tohoto období pohybuje nad úrovní 34 EUR, konkrétně v rozmezí 34,20 – 34,70 EUR/MWh. Vidíme určité podpůrné faktory, které by mohly přinejmenším zastabilizovat tržní cenu na současných úrovních nebo postupně posouvat cenu mírně výše. Mezi tyto faktory řadíme zejména Evropskou unii schválený tzv. backloading, tedy dočasné stažení části emisních povolenek z trhu. Schvalovací proces k backloadingu probíhal na půdě institucí EU v podstatě celou druhou polovinu loňského roku (k finálnímu schválení došlo v loňském listopadu). Konkrétně bylo odsouhlaseno, že v letech 2014, 2015 a 2016

**Postupné omezení nabídky na evropském trhu s emisními povolenkami o 900 mil. ks.**

bude postupně z trhu (ze systému emisního obchodování, nebo-li z aukcí) staženo celkem 900 mil. ks emisních povolenek. Proces backloadingu tak byl fakticky zahájen letos v březnu s tím, že by do konce roku měla být nabídka povolenek omezena o 400 mil. ks (očekáváme, že většina z tohoto objemu bude stažena ve druhé polovině letošního roku).

I přesto, že toto opatření na snížení nabídky povolenek hodnotíme spíše jako krátkodobé řešení situace na trhu s emisemi (na komplexnější řešení, které by přineslo razantnější zásah do systému obchodování s povolenkami, zejména v tom smyslu, aby systém flexibilněji reagoval na makroekonomický vývoj, se zatím čeká – a v nejbližších měsících nepředpokládáme schválení nějakého konkrétního návrhu), tak odhadujeme, že by mohlo do konce letošního roku podpořit tržní cenu emisní povolenky alespoň k úrovním blízcím se 7 EUR. Cena emisních povolenek je důležitou determinantou pro cenu elektřiny a do značené míry ji ovlivňuje. Z historických časových řad lze vyzorovat, že růst ceny povolenky o cca 1 EUR vede k nárůstu tržní ceny elektřiny v průměru o cca 0,8 – 0,9 EUR. Na pokles ceny povolenky bývá cena elektřiny citlivější, zde podle historické časové řady pozorujeme, že pokles povolenky o 1 EUR vede ke snížení ceny elektřiny v průměru také o cca 1 EUR.

Při aktuální tržní ceně emisní povolenky kolem 5,50 EUR a našem předpokladu, že backloading podpoří její cenu k hranici 7 EUR, tak odhadujeme, že roční kontrakt elektřiny (na rok 2015) by se mohl v průběhu letošního roku posunout mezi 35 – 36 EUR/MWh. To by pak indikovalo (jak uvádíme výše) průměrnou realizační cenu na rok 2015 v rozmezí 39 – 39,50 EUR, resp. v případě, že by se cena elektřiny v letošních měsících posouvala blíže k 36 EUR, pak by to podle našich odhadů posouvalo cenu blíže k úrovni 39,50 EUR. V případě méně optimistického scénáře (tedy stagnace tržní ceny na aktuálních úrovních okolo 34,50 EUR či jen nepatrný posun k 35 EUR) by znamenal realizační cenu blíže k 39 EUR.

#### **V roce 2015 očekáváme nárůst produkce díky Ledvicím a Pruněrovu II**

Podpurným faktorem pro hospodaření ČEZu v roce 2015 by podle našich odhadů měl být meziroční nárůst produkce elektřiny. V příštím roce již totiž počítáme s tím, že do ziskovosti společnosti bude plně přispívat jak nová uhelná elektrárna Ledvice, tak komplexně obnovené tři uhelné bloky Pruněrova II.

Nový uhelný zdroj v Ledvicích o výkonu 660 MW by měl začít komerčně vyrábět elektřinu na konci roku 2014 (cca listopad 2014). Zároveň s tím by měl být ukončen provoz starého 220ti megawattového bloku Ledvice II. Čistý přírůstek instalovaného výkonu v Ledvicích tak bude 440 MW. Komplexní obnova tří bloků uhelné elektrárny Pruněrov II započala na podzim roku 2012. Jedná se o investici o celkovém objemu cca 20 – 25 mld. Kč. Pruněrov II měl před obnovou celkem pět bloků po 210 MW, tedy celkem 1050 MW. Po obnově bude instalovaný výkon každého ze tří bloků činit 250 MW (u zbylých dvou bloků výkon zůstává na 210 MW), celkově by tak měl výkon Pruněrova II vzrůst o 120 MW na 1170 MW. Dokončení komplexní obnovy elektrárny je podle vyjádření ČEZu naplánováno na únor 2015. Předpokládáme tak, že Pruněrov již bude velkou část roku 2015 přispívat do ziskovosti společnosti.

Podle našich odhadů tak nasazení uhelných zdrojů v podobě Ledvic a Průněřova do komerčního provozu povede k meziročnímu nárůstu produkce elektřiny o cca 4 - 5 % k úrovním 68 500 - 69 000 GWh. Od takového nárůstu produkce očekáváme pozitivní příspěvek do EBITDA cca 1,5 - 2 mld. Kč.

#### **Rok 2016 přinese další pokles hospodaření, pak již počítáme s určitou stabilizací zisků**

V roce 2016 odhadujeme meziroční pokles výnosů o 5,2 % na 179,3 mld. Kč. Provozní zisky EBITDA, resp. EBIT očekáváme na úrovni 61,9 mld. Kč, resp. 34,1 mld. Kč, tedy meziročně nižší o 5,5 %, resp. 7,6 %. Na úrovni čistého zisku předpokládáme snížení o 8,5 % y/y na 22,5 mld. Kč.

Hlavním negativním faktorem bude opět pokles prodejní (realizační) ceny silové elektřiny. Aktuálně má ČEZ na rok 2016 předprodáno zhruba 45 % elektřiny za průměrnou cenu cca 38 EUR/MWh. Podle našich odhadů se konečná realizační cena bude pohybovat v rozmezí 36,50 – 37 EUR. ČEZ tak bude na rok 2016 ještě předprodávat celý letošní rok a velkou část roku příštího. Forwardový kontrakt silové elektřiny na rok 2016 se aktuálně pohybuje kolem úrovně 33,50 EUR. Očekáváme však alespoň mírnou podporu ze strany probíhajícího backloadingu, když letošní omezení nabídky emisních povolenek o cca 400 mil. ks by mohlo letos podpořit cenu tohoto kontraktu k úrovním přesahujícím 34 EUR. V roce 2015 očekáváme, že z trhu bude staženo dalších 250 mil. ks povolenek s pozitivním dopadem do jejich ceny. Konkrétně prognózujeme, že v průběhu roku 2015 by se cena emisní povolenky mohla dostat až k úrovním kolem 8 EUR a kontrakt elektřiny na rok 2016 by na to mohl reagovat růstem k úrovním přesahujícím 35 EUR. To nám pak indikuje výše zmíněnou realizační cenu v rozmezí 36,50 – 37 EUR/MWh.

#### **S prodejem elektrárny Počerady v roce 2016 nepočítáme**

V roce 2016 neočekáváme výraznější meziroční změnu produkce, podle našich předpokladů by se měla pohybovat kolem hladiny 69 000 GWh. V našich predikcích totiž nepočítáme s prodejem uhelné elektrárny Počerady do rukou společnosti Czech Coal, ke kterému by mohlo (podle uzavřené smlouvy z března loňského roku) teoreticky dojít v roce 2016. Součástí smlouvy o dlouhodobých dodávkách uhlí pro Počerady je i opce na prodej této elektrárny. Prodej může být uskutečněn ve dvou termínech, a to buď v roce 2016, nebo v roce 2024. Domníváme se, že ČEZ prozatím nemá důvod prodávat jednu ze svých nejvytíženějších a nejziskovějších elektráren (vytíženost Počerad se pohybuje okolo 75 %, pro srovnání – vytíženost nyní již prodané elektrárny Chvaletice se pohybovala kolem 41 %). Do roku 2016 budou sice Počerady potřebovat určité investice, aby splňovaly přísnější emisní limity, nicméně jejich objem by se měl podle vyjádření společnosti pohybovat jen kolem 0,5 mld. Kč. Do roku 2016 tak ČEZ do této elektrárny nebude muset investovat významnější objemy finančních prostředků (tedy tzv. development (rozvojové) CAPEX budou téměř nulové).

Pokud se jedná o další možný termín prodeje, tedy rok 2024, tak očekáváme, že se bude muset management společnosti rozhodovat někdy kolem roku 2019, zda elektrárnu prodat či nikoliv. Pokud by se management rozhodl neprodat tuto elektrárnu, pak bude muset ČEZ v dlouhodobějším horizontu investovat významnější peněžní prostředky (cca 20 mld. Kč) do její rozsáhlejší modernizace. Podle našeho názoru by tato modernizace

### **Nový zákon o obnovitelných zdrojích v Německu jako mírný podpůrný faktor pro tržní cenu elektřiny**

přicházela v úvahu cca po roce 2020.

Pro roky 2017 a 2018 již odhadujeme, že se provozní zisk EBITDA zastabilizuje kolem úrovní 60 – 62 mld. Kč a čistý zisk v rozmezí 20 - 22 mld. Kč. Jak uvádíme výše, letos započatý backloading (jenž by měl trvat až do roku 2016) by mohl podle našich odhadů přinést stabilizaci až mírný růst cen emisních povolenek s mírným pozitivním dopadem do tržních cen elektřiny ve střednědobém horizontu. Vedle toho sledujeme mírné podpůrné faktory pro cenu elektřiny v podobě plánovaných změn v německém zákoně o podpoře obnovitelných zdrojů a rovněž v postupně se zlepšujícím makroekonomickém prostředí nejen ve střední Evropě, ale i v celé EU.

Německá vláda letos v dubnu schválila nový zákon o podpoře obnovitelných zdrojů (OZE), jenž má primárně za cíl jednak omezit podporu pro OZE a jednak zastopovat výstavbu nových obnovitelných zdrojů zejména v podobě větrných a solárních elektráren. Expanze těchto čistých zdrojů energie v posledních letech a jejich nadměrná podpora ze strany vlád vedla k nadměrné nabídce elektrické energie na trhu a byla jedním z hlavních faktorů, které srážely cenu silové elektřiny výrazně dolů. Chystané omezení podpory a expanze OZE na německém trhu by tak podle našeho názoru mělo působit jako mírně podpůrný faktor pro budoucí vývoj tržních cen elektřiny ve středoevropském regionu.

Konkrétně vládou schválený zákon, jenž by měl po absolvování legislativního procesu vejít v platnost letos v srpnu a v účinnost začátkem příštího roku, počítá se snížením podpory pro OZE z 0,17 EUR/kWh na 0,12 EUR/kWh. Od roku 2017 by měly skončit podpory prostřednictvím pevných výkupních cen, když další podpora by měla probíhat pouze na bázi tržních mechanismů. Zákon dále stanoví jak pro pevninské větrné elektrárny, tak pro solární elektrárny maximální roční přírůstek instalovaného výkonu ve výši 2 500 MW (v dosavadní právní úpravě je uveden roční přírůstek až 3 500 MW). Co se týče mořských větrných elektráren, tak zde nová právní úprava zavádí strop. Konkrétně do roku 2020 nesmí instalovaný výkon překročit 6 500 MW (původní plán německých vládních stran hovořil o 10 000 MW) a do roku 2030 nesmí být vyšší než 15 000 MW (dle původních záměrů to mělo být až 25 000 MW). Zdá se, že němečtí investoři do obnovitelných zdrojů reagují na chystané změny, když instalovaný výkon nových solárních elektráren v 1Q 2014 meziročně klesl o 41 % na 460 MW.

S ohledem na rozhodnutí Německa v budoucnu ustoupit od výroby elektřiny z jádra a na očekávaný útlum některých uhelných elektráren lze počítat s tím, že podíl výroby elektřiny z OZE bude ve střednědobém a dlouhodobém horizontu nadále růst ze současných 25 %. V kontextu výše zmíněného nového zákona by však expanze nových větrných a solárních elektráren v Německu nemusela být tak výrazná jako v posledních letech.

### **Makroekonomická situace se zejména ve středoevropském regionu zlepšuje**

Nelze opomenout ani postupně se zlepšující makroekonomický vývoj. Ekonomika celé eurozóny se sice zvedá jen velmi pozvolně (po 0,4% poklesu v loňském roce, ECB či MMF letos očekávají pouze 1% růst,

v příštím roce je institucemi prognózováno zrychlení na cca 1,6 %), když rychlejšímu růstu brání velké ekonomiky, jako jsou Francie či Itálie, nicméně nadějnější vyhlídky ekonomického růstu jsou spatřovány u německé ekonomiky a také např. u tuzemské ekonomiky. Německé HDP v 1Q 2014 rostlo o 0,8 % q/q (což byl nejrychlejší mezikvartální růst za poslední tři roky), resp. o 2,5 % y/y.

Dle německé vlády by největší evropská ekonomika měla letos vykázat růst o 1,8 %, což je poměrně znatelné zrychlení z loňských 0,4 %, a v roce 2015 by měl růst zrychlit na cca 2 %. Z toho by měla profitovat a již profituje česká ekonomika, která v prvním letošním čtvrtletí meziročně vzrostla o 2,5 % a mezikvartálně o 0,4 %. Pozitivně se vyvíjí zejména zahraniční obchod (exporty) a rovněž investiční aktivita firem, což se příznivě projevuje do relativně dobré kondice tuzemského průmyslového sektoru, jenž od začátku letošního roku vykazuje slušná meziroční tempa růstu v rozmezí 5,7 – 8,7 %. Prognózy institucí jako jsou ČNB a MFČR ohledně vývoje tuzemského HDP jsou tak poměrně optimistické. Konkrétně MFČR prognózuje letošní růst ekonomiky ve výši 1,7 % a na příští rok zrychlení na 2 %. ČNB je ve svých odhadech ještě optimističtější, když letos očekává růst ve výši 2,6 % a v roce 2015 dokonce zrychlení na 3,3 %. Evropská komise je se svou nejaktuálnější prognózou blíže odhadům Ministerstva financí, když odhaduje letošní růst českého hospodářství o rovná 2 % a pro příští rok očekává navýšení tempa růstu na 2,4 %.

Očekávaný růst české ekonomiky by měl podle našeho názoru alespoň mírně podpořit spotřebu elektřiny v ČR. Ta v roce 2013 mírně klesla o 0,2 % y/y. V nejbližších letech však očekáváme její mírný růst. Spotřeba elektřiny pozitivně koreluje s hospodářským růstem, nicméně z historické časové řady za posledních deset let lze vyzkoušet, že spotřeba elektřiny zaostává za růstem HDP v průměru o 1,8 procentního bodu. Růst české ekonomiky kolem 2 % by tak mohl indikovat růst spotřeby elektřiny maximálně do půl procenta. Při pozitivnějším scénáři, tedy růstu HDP okolo 3 %, lze očekávat tempo růstu poptávky po elektřině lehce převyšující 1 %.

### **Zrušení tendru na Temelín a absence významnějších investic do uhelných elektráren bude vytvářet zajímavý hotovostní polštář**

I přes očekávaný pokles ziskovosti ve střednědobém horizontu odhadujeme, že likvidní pozice společnosti bude nadále silná. Důvody jsou podle našeho názoru zejména dva: za prvé, zrušení tendru na výstavbu dvou nových bloků v Temelíně a za druhé, významné investice do modernizace tuzemského uhelného portfolia proběhly již v minulých letech nebo se aktuálně dokončují. Likvidita bude dále posílena dohodou o narovnání s Albánií, v rámci které dostane ČEZ finanční vyrovnání za zmařenou investici.\*

Ke zrušení tendru na Temelín ze strany managementu ČEZu došlo letos v dubnu. Do značné míry to nebyl překvapivý krok, když na jednu stranu management již delší čas deklaroval, že bez státních záruk ve formě garantované ceny investici realizovat nebude a na druhou stranu česká vláda jakoukoliv záruku odmítala a nakonec i odmítla poskytnout. Krok společnosti zrušit tento tendr lze vnímat pozitivně, jelikož současné nízké tržní ceny elektřiny v podstatě neumožňují ekonomickou návratnost tohoto projektu.

**Zrušení tendru na Temelín přinese v letech 2015 – 2018 úsporu na investičních nákladech zhruba 19 mld. Kč**

\* **Albánie:** Podle uzavřené dohody s Albánií ČEZ získá celkem 100 mil. EUR (cca 2,7 mld. Kč), přičemž 4,5 mil. EUR již společnost obdržela a zbylých 95,5 mil. EUR bude splaceno do roku 2018 v ročních splátkách. V přepočtu by tak ČEZ měl do roku 2018 každoročně inkasovat cca 500 mil. Kč.

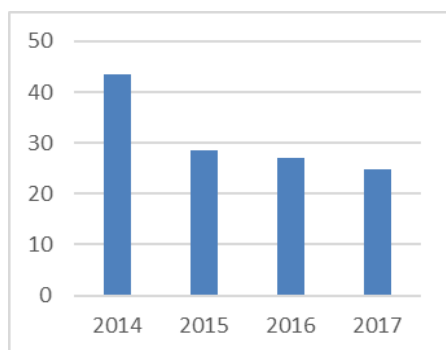
Touto dohodou se tak uzavírá dlouhodobý spor týkající se dnes již bývalé albánské dceřiné distribuční společnosti CEZ Shperndarje. Ta se v roce 2012, kvůli rozhodnutí albánského regulátora dostala do vysokých ztrát, což mělo tehdy negativní dopad do celkové EBITDA ČEZu ve výši 5,8 mld. Kč. ČEZ se pak začal bránit a podal podnět k mezinárodní arbitráži, která započala v roce 2013.

Dohodou o narovnání tak končí spor u mezinárodního arbitrážního soudu. ČEZ díky této dohodě získává zpět částku, kterou v roce 2008 investoval do nákupu podílů v CEZ Shperndarje.

Dohodu s Albánií vnímáme pozitivně. I když kumulovaná provozní ztráta ČEZu z albánské distribuce činila za období 2009 – 2012 zhruba 5 mld. Kč, tak se alespoň podařilo získat zpět peněžní prostředky vložené při počáteční investici. ČEZ by se jinak musel spoléhat na nejistý výsledek mezinárodní arbitráže, který by navíc mohl přijít až za několik let.

### **Rozsáhlá vlna modernizace uhelných elektráren končí letošním rokem, CAPEX tak od roku 2015 výrazněji klesnou**

**Graf č.3: Výhled CAPEX (mld. Kč)**



zdroj: vlastní odhady

Podle našich odhadů by i při tržní ceně silové elektřiny kolem úrovně 40 EUR/MWh návratnost temelínské investice přesahovala 60 let, což je doba, která není akceptovatelná žádným investorem. Za současných nepříznivých tržních podmínek tak bylo pro ČEZ řešením pouze státem garantovaná cena elektřiny, za kterou by ČEZ prodával ze svých nových dvou temelínských bloků. Garantovaná cena by podle našich odhadů musela být minimálně 70 EUR/MWh, aby se návratnost investice v objemu 200 – 300 mld. Kč pohybovala kolem 20ti let. Takovou návratnost bychom považovali za přijatelnou. Po určitých negativních zkušenostech s podporou obnovitelných zdrojů energie, jenž v minulých letech vedla k nárůstu koncových cen elektřiny jak pro domácnosti, tak pro průmyslové podniky, však vláda odmítla další schéma podpory, tentokrát jaderných zdrojů.

Podle původních plánů měly být dva nové bloky Temelína postaveny zhruba do roku 2025. Nyní je však podle našeho názoru zřejmé, že v příštích deseti letech se žádný z jaderných zdrojů stavět nezačne. Na druhou stranu právě se rodící nová Státní energetická koncepce bude v dlouhodobém horizontu s jadernou energií pravděpodobně i nadále počítat. Domníváme se, že někdy po roce 2025 už by mělo být jasno, zda a kde budou postaveny nové jaderné bloky, za jakých podmínek apod. Tato problematika bude muset být řešena, a to zejména z toho důvodu, že v horizontu příštích dvaceti let budou některé uhelné elektrárny (ať už elektrárny ČEZu nebo elektrárny konkurenčních společností) již na konci své životnosti a bude se tak hledat jejich náhrada.

Otázka dalšího rozvoje tuzemské jaderné energetiky se tedy díky zrušení temelínského tendru odložila, což podle našich odhadů bude mít ve střednědobém horizontu pozitivní dopady do hospodaření ČEZu. Konkrétně společnost nebude muset v horizontu let 2015 – 2018 vynakládat dříve plánované přípravné CAPEX na výstavbu dvou nových bloků v Temelíně, což bude mít pozitivní dopad do hotovostní pozice společnosti. Přípravné CAPEX se podle plánu společnosti měly pohybovat v rozmezí 3,6 – 5,8 mld. Kč ročně. Za celé období 2015 – 2018 tak společnost z tohoto pohledu ušetří na investičních nákladech cca 19 mld. Kč.

Nižší investiční výdaje (CAPEX) neočekáváme jen v kontextu Temelína, ale i z toho důvodu, že ČEZ v letech 2015 – 2018 nečeká žádná významná finančně nákladná komplexní obnova uhelných elektráren. Každá taková obnova dané elektrárny znamenala pro ČEZ investici pohybující se kolem 20 mld. Kč. Poslední vlna modernizace uhelného portfolia v podstatě končí letošním rokem, resp. přelomem roku 2014 a 2015. Tato vlna obsahovala zejména komplexní obnovu elektrárny Tušimice II (probíhající v letech 2007 – 2012, komplexní obnovu Prunéřova II (započatá v roce 2012 a skončit by měla počátkem roku 2015) a výstavbu nové uhelné elektrárny v Ledvicích (dokončení je plánováno na konec letošního roku). Díky této modernizaci se roční CAPEX v minulých letech pohybovaly v rozmezí 50 – 60 mld. Kč a ještě v letošním roce by měly dosahovat úrovně kolem 44 mld. Kč.

Od roku 2015 však z výše uvedených důvodů odhadujeme výraznější pokles investičních nákladů, a to k úrovním 27 – 29 mld. Kč pro roky 2015 a 2016. V letech 2017 a 2018 očekáváme jejich další mírný pokles k hladině 25 – 26 mld. Kč.

Jaké to bude mít konsekvence do hotovostní pozice společnosti a do budoucí výplaty dividend? Podle našeho názoru pozitivní. Podle našich odhadů negativní efekt v podobě očekávaného poklesu ziskovosti bude více než vykompenzován pozitivním vlivem v podobě očekávaného poklesu CAPEX.

Prognózuje tak pro nejbližší roky pozitivní vývoj cash flow, konkrétně předpokládáme, že hotovost by se v letech 2015 a 2016 mohla pohybovat poblíž úrovně 35 mld. Kč, když pro letošní rok odhadujeme její výši kolem hranice 26 mld. Kč, tedy na obdobné úrovni jako v roce 2013.

### **Očekáváme minimálně udržení dividendového výplatního poměru na úrovni 60 %**

Tato prognóza vývoje cash flow nám indikuje, že ČEZ bude schopen nabízet, i přes pokles ziskovosti, relativně atraktivní dividendovou politiku. Jinými slovy pro nejbližší roky očekáváme, že společnost bude schopna minimálně udržet dividendový výplatní poměr na úrovni 60 %, tedy v horní části managementem dlouhodobě deklarovaného rozpětí 50 – 60 %. Tento poměr bychom viděli reálný i za předpokladu potenciální realizace akviziční příležitosti, když management společnosti se netají tím, že v případě zajímavé nabídky by uvažoval o nákupu energetických aktiv zejména ve středoevropském regionu (na trhu se spekuluje např. o možném nákupu podílu ve společnosti Slovenské elektrárne od společnosti Enel nebo o zájmu o aktiva švédské energetiky Vattenfall v Německu). V případě nerealizace akvizice by však měl mít ČEZ, podle naší prognózy, prostor pro navýšení dividendového výplatního poměru až na 70 – 75 %, když i takovýto poměr by neměl znamenat pokles hotovosti pod 25 mld. Kč. Odhadujeme, že tento výplatní poměr by mohl být udržitelný pro střednědobý horizont (tedy pro roky 2015 – 2018).

V absolutním vyjádření budou dividendy v nejbližších letech klesat, a to jak v případě výplatního poměru 60 %, tak 70 – 75 %, díky klesající ziskovosti. V případě, že by ČEZ držel 60% poměr, pak dividendu z čistého zisku roku 2014 (vyplacenou v roce 2015) odhadujeme kolem úrovně 31 Kč (v letošním roce ČEZ vyplatí ze zisku roku 2013 hrubou dividendu ve výši 40 Kč, což znamená 61% výplatní poměr a jedná se o stejnou dividendu jako v loňském roce), dividendu ze zisku roku 2015 (vyplácenou v roce 2016) kolem hladiny 27 – 28 Kč. Poté očekáváme stabilizaci dividendy kolem úrovně 25 Kč. V případě 75% výplatního poměru pak dividendu vyplacenou v roce 2015 odhadujeme cca na hladině 39 Kč, dividendu vyplacenou v roce 2016 pak v rozmezí 34 – 35 Kč. Poté prognózuje stabilizaci kolem hladiny 31 Kč.

Budoucích variant ohledně výplaty dividend existuje více. Jisté je, že díky očekávaným výrazně nižším investičním výdajům by měl mít management společnosti daleko větší manévrovací prostor ohledně nastavení budoucího výplatního poměru či ohledně rozhodování o případných atraktivních investičních příležitostech. My ve svém modelu počítáme pro střednědobý horizont s 60% dividendovým výplatním poměrem, který považujeme za velmi reálný, a to i za předpokladu realizace akvizice. Tento poměr by pro rok 2015, vzhledem k naší cílové ceně 616 Kč, indikoval stále slušný dividendový výnos na úrovni 5 %.

**Tabulka č.7: Výhled dividend 2015 – 2017: 60% dividendový výplatní poměr**

2014*	2015	2016	2017
40,0	31,1	27,6	25,3

zdroj: ČEZ, vlastní odhady, \*již schválená dividendy

**Tabulka č.8: Výhled dividend 2015 – 2017: 70% dividendový výplatní poměr**

2014*	2015	2016	2017
40,0	36,3	32,3	29,5

zdroj: ČEZ, vlastní odhady, \*již schválená dividendy

**Tabulka č.9: Výhled dividend 2015 – 2017: 75% dividendový výplatní poměr**

2014*	2015	2016	2017
40,0	38,9	34,6	31,6

zdroj: ČEZ, vlastní odhady, \*již schválená dividendy

Zároveň tvrdíme, že pro ČEZ by v budoucnu za určitých okolností neměl být problém navýšit výplatní poměr i na výše zmíněných 70 – 75 % (tento poměr by podle našich odhadů indikoval v roce 2015 dividendový výnos cca 5,9 - 6,3 %). A to dokonce i za předpokladu realizace případné akvizice, když zároveň management ČEZu dal najevo, že by se nebránil prodeji alespoň části svého podílu v rumunském větrném parku. ČEZ aktuálně testuje zájem investorů o rumunský větrný park, ve kterém vlastní 100% podíl. ČEZ investoval do výstavby rumunského větrného parku 1,1 mld. EUR (cca 30 mld. Kč). Aktuálně se těžko predikuje, jak velký podíl by teoreticky ČEZ mohl prodat, nicméně potenciální výnos z prodeje by se mohl pohybovat v řádu miliard korun.

Rovněž nelze vyloučit, že stát jakožto majoritní vlastník ČEZu bude např. v příštím roce vytvářet tlak na mimořádnou dividendu, resp. mimořádný výplatní poměr dosahující až 100 %. Výplata např. celého čistého zisku roku 2014 by podle našich odhadů znamenalo dividendu na akcii ve výši 51,80 Kč. Kombinace nižších CAPEX a nerealizace akvizice by podle našeho odhadu cash flow dovolovala v roce 2015 výplatu takovéto dividendy, nicméně ze střednědobého pohledu je podle našeho názoru nereálné vyplácení takto vysoké dividendy. Pokud by chtěl stát v příštím roce udržet stejnou výši dividendy jako je ta letošní, tedy na úrovni 40 Kč, pak by dividendový výplatní poměr musel činit podle našich propočtů téměř 80 %.



## Porovnání s konkurencí

Níže uvedená tabulka ukazuje relativní srovnání společnosti ČEZ s vybranými největšími evropskými energetickými firmami. Ukazatele P/E, EV/EBITDA a EBITDA marže znázorňují očekávané hodnoty pro rok 2014. Ukazatel čistý dluh/EBITDA je za rok 2013. Ze sektorového srovnání na základě ukazatele P/E (poměr tržní ceny akcie k čistému zisku na akcii) vychází, že akcie ČEZ jsou vůči konkurenčním společnostem relativně levné, tedy obchodují se s určitým diskontem, když očekávané P/E činí 11,18, zatímco průměrná hodnota za sektor je na úrovni 16,36. U dalšího poměrového ukazatele v podobě ukazatele EV/EBITDA (což je poměr hodnoty společnosti k EBITDA zisku) naopak nelze jednoznačně říci, zda jsou akcie ČEZ vůči konkurentům nadhodnocené či podhodnocené, když jeho hodnota se pohybuje téměř na průměru trhu. ČEZ poměrně výrazně překonává evropské energetiky v ziskové marži, když podle našich odhadů by se v letošním roce mohla pohybovat kolem hladiny 36 %, zatímco průměr trhu činí necelých 18 %. I když EBITDA marže ČEZu v posledních letech postupně klesá z úrovně kolem 45 % až na 37,8 % za rok 2013, tak si společnost stále vůči konkurenci udržuje svoji marži na velmi dobré úrovni. Zadlužení společnosti, měřené ukazatelem čistý dluh/EBITDA, se pohybuje na téměř shodné úrovni jako průměr trhu. Čistý dluh za rok 2013 dosahoval úrovně 1,9x násobku EBITDA. Pro letošní rok očekáváme, že čisté zadlužení stoupne mírně přes hranici 2x násobku EBITDA, konkrétně na cca 2,2 násobek, když hlavním důvodem bude podle našich odhadů klesající EBITDA, nikoliv rostoucí hrubý dluh v absolutním vyjádření. Ten na konci roku 2013 činil 199,2 mld. Kč a pro letošní rok počítáme s jeho mírným snížením na úrovně kolem 195 mld. Kč. Prognózuje, že ve střednědobém horizontu bude mít ČEZ tendenci, v kontextu předpokládaných nižších CAPEX a předpokládané silné hotovostní pozice, mírně snižovat svůj dluh k úrovním kolem 190 mld. Kč. Nicméně vlivem očekávané klesající EBITDA (v letech 2015 a 2016) předpokládáme, že do roku 2016 naroste ukazatel čisté zadluženosti na úrovně kolem 2,3x násobku EBITDA. Tuto úroveň zadlužení však nadále nepovažujeme za rizikovou a neměla by ohrozit finanční stabilitu společnosti.

**Tabulka č.10: Sektorové srovnání**

	P/E	EV/EBITDA	EBITDA marže (%)	Čistý dluh/EBITDA
E.ON	15,95	5,64	7,1	1,94
RWE	14,15	5,32	13,3	0,88
Enel	13,45	6,88	19,8	3,21
EDF	11,5	4,97	22,2	2,01
GDFSuez	14,84	6,87	15,7	1,09
Verbund	28,27	11,12	29,0	2,41
<b>průměr</b>	<b>16,36</b>	<b>6,8</b>	<b>17,85</b>	<b>1,92</b>
<b>ČEZ</b>	<b>11,18</b>	<b>6,99</b>	<b>36,0</b>	<b>1,91</b>

zdroj: Bloomberg, vlastní odhady

## Ohodnocení společnosti

**Tabulka č.11: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC**

	2014	2015	2016	2017	2018
risk free rate (%)	1,50	2,00	2,00	2,00	2,00
market return (%)	7,86	7,86	7,86	7,86	7,86
beta	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87
equity risk premium (%)	5,53	5,10	5,10	5,10	5,10
cost of equity (%)	7,03	7,10	7,10	7,10	7,10
cost of debt (%)	4,66	4,66	4,66	4,66	4,66
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73
equity weight	0,64	0,67	0,68	0,69	0,70
debt weight	0,36	0,33	0,32	0,31	0,30
WACC (%)	5,85	5,97	6,02	6,06	6,07

zdroj: vlastní výpočty a odhady, Bloomberg

**Tabulka č.12: Model diskontovaného cash flow**

mln. Kč	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	42,6	36,9	34,1	33,1	33,8
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	34,1	29,5	27,2	26,5	27,1
depreciation	28,0	28,6	27,9	28,0	28,6
change in WC	-17,7	-8,2	9,3	6,5	4,6
CAPEX	43,5	28,5	27,1	24,8	25,7
CF to the firm	36,3	37,8	18,7	23,1	25,4
DCF	25,7	33,6	15,7	18,3	18,9
sum of the DCF	112,2				
terminal value	372,5				
net debt	155,6				
equity value	329,1				
number of shares (mil. ks)	534				
<b>target price (CZK)</b>	<b>616</b>				

zdroj: vlastní výpočty a odhady

V naší nové analýze energetické společnosti ČEZ zvyšujeme cílovou cenu akcie z předchozí úrovně 558 Kč na 616 Kč a zároveň přistupujeme ke zvýšení investičního doporučení ze stupně „držet“ na „akumulovat“. Cílová cena se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. I přes očekávaný pokles ziskovosti v nejbližších dvou letech, který je primárně dán dlouhodobým klesajícím trendem na trhu se silovou elektřinou probíhajícím od poloviny roku 2011, předpokládáme silnou hotovostní pozici společnosti, jenž bude podle našeho názoru stále skýtat zajímavý dividendový potenciál v rozmezí 5 – 6 %. Tento názor opíráme o předpoklad, že společnost v budoucích 3 – 4 letech výrazněji omezí své investiční výdaje, když významná a nákladná modernizace tuzemského uhelného portfolia končí letošním rokem a navíc byl zrušen tendr na výstavbu dvou nových bloků jaderné elektrárny Temelín. Zrušení tendru by mělo do roku 2018 znamenat úsporu v investicích téměř 20 mld. Kč (zhruba takovou sumu společnost plánovala v rámci tzv. přípravných CAPEX na Temelín). Dále ve svých odhadech od letošního roku počítáme se stabilizací až mírným růstem tržních cen elektřiny, když předpokládáme podpůrné faktory zejména v podobě započatého backloadingu (opatření Evropské komise alespoň částečně omezující nadbytek emisních povolenek na trhu), nové německé legislativy omezující podporu a nadměrnou expanzi obnovitelných zdrojů energie a rovněž zlepšující se makroekonomické prostředí zejména ve středoevropském regionu s alespoň mírným pozitivním dopadem do spotřeby elektřiny.

Stabilní až mírně rostoucí tržní ceny elektřiny by se postupně měly projevit zejména do výsledků hospodaření za rok 2017 a dále. Rok 2016 by tak podle naší prognózy měl být posledním rokem výraznějšího propadu ziskovosti, od roku 2017 již očekáváme stabilnější hospodaření. Výše zmíněné faktory nás vedly jak ke zvýšení cílové ceny, tak investičního doporučení na akcie ČEZ. Vzhledem k naší cílové ceně se domníváme, že tento akciový titul nabízí v ročním horizontu téměř 10% investiční potenciál.

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 průměrné 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 státního dluhopisu ČR) a prémie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX.

## 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.13: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů**

	WACC				
pokračující růst	5,67%	5,87%	6,07%	6,27%	6,47%
0,6%	630	596	565	537	510
0,8%	659	623	590	559	531
1,0%	690	652	616	583	553
1,2%	725	683	645	610	577
1,4%	763	717	676	638	603

zdroj: vlastní odhady

## SWOT analýza:

- **Silné stránky**

- Stabilní společnost s působností ve střední a jihovýchodní Evropě.
- Ve srovnání s konkurencí vysoká provozní marže pohybující se mezi 35 – 40 %.
- Silná likvidní pozice.
- Potenciál atraktivní dividendové politiky.
- Financování za relativně nízké úrokové sazby.
- Uspokojivá míra zadlužení neohrožující finanční stabilitu společnosti.

- **Slabé stránky**

- Citlivost výnosů a zisků na tržní ceny elektřiny na energetických burzách.
- Klesající výnosy a ziskovost z rumunských a bulharských aktiv zejména vlivem zhoršení regulačních podmínek.
- Očekávaný postupný pokles ziskovosti do roku 2016 vlivem downtrendu na trhu se silovou elektřinou.
- Vliv státu (stát prostřednictvím MFČR vlastní téměř 70 % akcií společnosti)
- Velká organizační struktura a nižší flexibilita společnosti.

- **Příležitosti**

- Působení na trhu zemního plynu, kam ČEZ úspěšně vstoupil v roce 2010 a stal se největším alternativním dodavatelem v ČR.
- Vstup do mobilního segmentu jako virtuální operátor, byť příspěvek do celkového hospodaření očekáváme marginální.
- Potenciál stabilizace či mírného růstu tržních cen elektřiny.
- Realizace úspor s cílem snížit provozní náklady v reakci na klesající ziskovost.
- Silné pátevní uhelné zdroje – Tušimice, Pruněrov (obě komplexně zmodernizované elektrárny), Ledvice (nová elektrárna), Počerady.

- **Hrozby**

- Nepříznivá situace v Bulharsku. Hrozba odebrání licence na prodej elektřiny.
- Riziko dalšího zhoršení regulačních a legislativních podmínek v jihovýchodní Evropě
- Riziko neshody nad dlouhodobým rámcem pro klima a energetiku do roku 2030 na půdě EU včetně rizika neprosazení systémové reformy obchodování s emisními povolenkami.
- V návaznosti na předchozí bod hrozba dalšího poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.

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.

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

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

Veškeré 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 a VGP.

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 vytvořeny, 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 reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio 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 nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejně nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. 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. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

**Koupit** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

**Akumulovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

**Redukovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

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

K dnešnímu datu 1.7.2014 má Fio banka, a.s. 7 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 1 doporučení akumulovat, 4 doporučení držet a 2 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povlivé prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)