

Doporučení: Akumulovat
Cílová cena: 870 Kč

ČEZ	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Akumulovat
Cílová cena (12M):	870 Kč
Předchozí doporučení (25.8.2021):	Akumulovat
Předchozí cílová cena (25.8.2021):	736 Kč
Datum vydání:	6.10.2021

* investiční výzkum na akcie ČEZ zveřejněný dne 25.8.2021 je k dispozici [zde](#)

Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
Tržní kapitalizace: 428 mld. Kč
Závěrečná cena k 5.10.2021 (čas 16:25): 799 Kč
Roční maximum (5.10.2021, čas 16:25): 799 Kč
Roční minimum (12.10.2020, čas 16:25): 435 Kč
Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP
Podíl v indexu PX: 19,3 %
Koeficient beta oproti indexu PX: 0,8

Struktura akcionářů

Česká republika: 69,8 %
Free float: 30,2 %

Pod vlivem pokračujícího výrazného růstu cen elektřiny **zvyšujeme cílovou cenu na akcie ČEZ z úrovně 736 Kč na 870 Kč. Doporučení ponecháváme na stupni „akumulovat“.**

Od naší poslední analýzy na akcie společnosti ČEZ vydané koncem srpna došlo k dalšímu výraznému zvýšení tržních cen elektřiny. Situace na komoditních trzích je nadále napjatá, zejména **pokračující růst cen zemního plynu a uhlí tlačí ceny silové elektřiny na nová historická maxima. Kontrakty na energetických burzách rostou napříč forwardovou křivkou.** Roční kontrakt silové elektřiny tak od konce srpna posílil o silných 93 %, dvouletý kontrakt vzrostl o 34 %, tříleté a čtyřleté kontrakty pak stouply o dalších zhruba 25 %. Na tento neočekávaný a do značné míry bezprecedentní růst reagujeme úpravou naší srpnové projekce prodejních cen silové elektřiny, resp. ziskovosti ČEZu.

I přesto, že ČEZ měl koncem června na rok 2022 předprodáno již 75 % elektřiny za cenu 50,2 EUR/MWh, tak výše zmíněný extrémní vývoj na ročním kontraktu pohybuje se nyní kolem hladiny 160 EUR nás nutí výrazněji vylepšit odhady již od příštího roku. Prodejní (realizační) cenu v základním zatížení (baseload) tak posouváme z předchozích 55,2 EUR/MWh na 63 EUR, což vylepšuje provozní zisk EBITDA, resp. očištěný čistý zisk z původně předpokládaných 64 mld. Kč na 68,3 mld. Kč, resp. 24,3 mld. Kč na 27,8 mld. Kč. Z aktuálního vývoje na energetických trzích by pak měl ČEZ profitovat zejména od roku 2023. Na období 2023 – 2025 tedy přistupujeme ke **zvýšení naší projekce prodejních cen elektřiny o zhruba 10 EUR na 70 až 73 EUR/MWh.** To pak vylepšuje náš odhad **EBITDA, resp. čisté ziskovosti z původních 68,7 – 70,2 mld. Kč, resp. 27,7 – 28,6 mld. Kč na 73,4 – 76,9 mld. Kč, resp. 31,5 – 33,9 mld. Kč.**

S vylepšenou prognózou ziskovosti se pak zvyšuje dividendový potenciál. Letošní předpokládaný pokles ziskovosti způsobený zejména divesticemi Rumunska a Bulharska bude sice nejspíše znamenat meziročně nižší dividendu vyplacenou v příštím roce, nicméně vylepšená prognóza cen elektřin a s tím související pozitivní vyhlídky budoucího cash flow, vytváří potenciál vyplatit místo původních námi očekávaných **41 Kč alespoň 45 Kč na akcii** (5,6% dividendový výnos). Čistě technicky, dle očekávaného očištěného čistého zisku za rok 2021 a předpokladu, že ČEZ se s akcionáři obdobně podělí o příjem z prodeje bulharských aktiv jako tomu bylo u rumunské divestice, však vychází 41 Kč, což stále považujeme za základní scénář.

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ



Pro rok 2023 pak posouváme výhled z původně odhadovaných 45 Kč na 50 – 52 Kč, což indikuje zhruba 6,4% výnos. V letech 2024 a 2025 by se dividenda měla přibližovat úrovni 60 Kč. Konkrétně v roce 2024 ji shledáváme poblíž 58 Kč, v roce 2025 by se pak mohla ještě posunout na cca 62 Kč. Tyto úrovně znamenají 7,3 – 7,8% dividendový výnos.

Ocenění společnosti

Tabulka č.9: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2021	2022	2023	2024	2025	pokračující fáze
risk free rate (%)	1,70	1,80	1,90	2,00	2,10	2,50
market return (%)	9,50	9,60	9,70	9,80	9,90	10,40
beta	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
equity risk premium (%)	6,24	6,24	6,24	6,24	6,24	6,32
cost of equity (%)	7,94	8,04	8,14	8,24	8,34	8,82
cost of debt (%)	2,80	2,90	3,00	3,10	3,20	3,60
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	2,24	2,32	2,40	2,48	2,56	2,88
equity weight	0,66	0,65	0,64	0,63	0,62	0,62
debt weight	0,34	0,35	0,36	0,37	0,38	0,38
WACC (%)	5,98	6,03	6,10	6,11	6,13	6,55

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

Tabulka č.10: Model diskontovaného cash flow

mln. Kč	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	31,9	40,9	45,6	48,9	47,5
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	25,5	32,7	36,5	39,1	38,0
depreciation	27,8	27,4	27,8	28,0	28,1
change in WC	3,1	2,3	-3,1	-4,0	-5,3
CAPEX	38,7	39,3	36,9	39,6	38,5
CF to the firm	11,5	18,5	30,5	31,5	32,9
DCF	4,5	17,5	27,1	26,4	25,9
sum of the DCF	101,4				
terminal value	459,1				
net debt	100,6				
equity value	459,8				
discontinued operations	6,0				
number of shares (mil. ks)	535,5				
target price (CZK)	870				

zdroj: odhady a výpočty Fio

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. Kvůli probíhajícímu divestičnímu procesu již v našich predikcích ziskovosti nepočítáme s příspěvkem jak polských aktiv, tak uhelné elektrárny Počerady. Zároveň tyto vyčleněná aktiva v našem modelu ocenění zohledňujeme tím, že jejich předpokládanou hodnotu přičítáme k equity value.

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 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 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 nenese 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