

**Doporučení: Akumulovat**  
**Cílová cena: 1026 Kč**

## ČEZ

### Souhrn doporučení

Doporučení:	Akumulovat
Cílová cena (12M):	1026 Kč
Předchozí doporučení (25.1.2022):	Akumulovat
Předchozí cílová cena (25.1.2022):	923 Kč
Datum vydání:	29.3.2022

### Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny

Tržní kapitalizace: 468 mld. Kč

Závěrečná cena k 28.3.2022 (čas 16:25): 870 Kč

Roční maximum (1.3.2022, čas 16:25): 877 Kč

Roční minimum (31.3.2021, čas 16:25): 550 Kč

Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP

Podíl v indexu PX: 24,5 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 0,83

### Struktura akcionářů

Česká republika: 69,8 %

Free float: 30,2 %

V reakci na výrazně pozitivní výhled letošního hospodaření stanovený managementem ČEZu zvyšujeme cílovou cenu na akcie ČEZ z úrovně **923 Kč na 1026 Kč. Zároveň potvrzujeme investiční doporučení na stupni „akumulovat“.**

Management ČEZu v rámci výsledkového reportu za rok 2021 oznámil letošní výhled provozního zisku EBITDA, resp. očištěného čistého zisku do **rozmezí 85 – 89 mld. Kč, resp. 38 – 42 mld. Kč.** To znamená na úrovni **EBITDA výrazné meziroční zlepšení o 35 – 41 %, na úrovni čistě ziskovosti pak o 70 – 88 %.** Stanovená predikce letošního ziskovosti výrazně překonává jak naše odhady posazené na hladinu 72,3 mld. Kč, resp. 28,8 mld. Kč, tak zřejmě i očekávání většiny trhu. Oficiální tržní konsensus nebyl k dispozici, nicméně různé indikace z trhu naznačovaly, že značná část analytických prognóz provozní ziskovosti se pohybovala nanejvýš kolem 75 mld. Kč.

Stěžejním katalyzátorem pro tak výrazný letošní výhled hospodaření je prodejní cena silové elektřiny, kterou za **rok 2022 management ČEZu očekává v rozmezí 90 – 95 EUR/MWh.** Takováto úroveň předčila odhady, když naše predikce dosahovala maximálně 70 EUR. ČEZ v rámci své zajišťovací strategie evidentně dobře zareagoval na napjatou situaci na energetických trzích svými prodeji na krátkodobém trhu s elektřinou. Zatímco ještě na konci loňského září měl ČEZ na rok 2022 předprodáno 79 % elektřiny za cenu 54,1 EUR/MWh, tak zhruba v polovině března průběžná zajištěná cena rapidně vzrostla už na 79 EUR při 91% zahedgovaném objemu.

Je tak patrné, že v průběhu podzimu ČEZ již nebyl příliš aktivní ve svých prodeích ročního kontraktu s tím, že mohl mít v tu dobu prodáno na rok 2022 maximálně cca 85 % elektřiny. V závěru loňského roku, resp. od poloviny letošního ledna se začala situace na trhu s elektřinou zejména pod vlivem pokračující nervozity na trhu se zemním plynem dále vyhrcovat a ceny elektřiny dosahovaly dalších maxim. Krátkodobé kontrakty v tomto období nezřídka přesahovaly hranici 200 EUR, resp. atakovaly i úroveň 300 EUR, resp. „vystřelovaly“ i přes 400 EUR. ČEZ tak měl poměrně značný prostor doprodávat za extrémní ceny, což pak vedlo k výše zmíněné průběžné zajištěné ceně 79 EUR.

Aktuálně ČEZu ještě zbývá na letošní rok doprodat 9 % elektřiny ze svých výrobních zdrojů. Krátkodobé kontrakty (denní/měsíční/kvartální) se nyní pohybují kolem 250 EUR, resp. nad touto úrovní. Prostor pro další posun

**Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ**


zdroj: www.fio.cz/e-broker

**Tabulka č.1: Výhled hospodaření**

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; 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	212	220	251	244	244
EBITDA	60,9	72,3	83,9	77,3	75,6
EBIT	29,9	42,3	53,5	46,7	44,9
Čistý zisk	21,5	28,8	37,7	32,0	30,3

zdroj: odhady Fio; 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	88	100	97,2	92

zdroj: odhady Fio

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

rok	2022	2023	2024	2025
cena	67,6	81,3	79,2	78,8

zdroj: odhady Fio

v prodejní ceně na letošní rok tak existuje. Navíc stále vyhrocená geopolitická situace snižuje pravděpodobnost letošní výraznější korekce na cenách elektřiny. Připočítáme-li pak ještě impuls v řádu nižších jednotek eur v podobě prodejů za dražší peakload, pak dosažení letošní finální realizační ceny elektřiny v rozmezí 90 – 95 EUR se nakonec jeví jako reálné.

Shrneme-li, ČEZ nás svou očekávanou letošní prodejní cenou elektřiny výrazně překvapil. V našich prognózách jsme jednak dávali větší váhu prodejm za levnější roční kontrakty (jinými slovy nečekali jsme takovou aktivitu ČEZu na krátkém/spotovém trhu) a navíc jsme v naší předchozí prognóze nepočítali s další výraznou gradací tržních cen, když jsme doprodeje za krátkodobé kontrakty konzervativně očekávali v blízkosti 100 EUR.

**ČEZ tak letos směřuje k výrazně lepší ziskovosti, než se původně předpokládalo.** Naši predikci letošní EBITDA, resp. očištěného čistého zisku tak **navyšujeme ze 72,3 mld. Kč na 85,2 mld. Kč, resp. z 28,8 mld. Kč na 37,9 mld. Kč.** Vzhledem k přetrvávající nervozitě na energetických trzích, výraznější náchylnosti k volatilnímu vývoji komplikující predikce tak zůstáváme zatím opatrnější a přikláníme se zatím ke spodní hranici výhledu ČEZu.

Ziskovost ČEZu se tedy v roce 2022 pravděpodobně posune o řád výše. V reakci na to pak významněji upravujeme i výhledy na další roky. **Nově očekáváme EBITDA zisk v roce 2023 ve výši 93,6 mld. Kč, což znamená oproti předchozí predikci posun o cca 10 mld. Kč. Na úrovni čistého zisku pak zvyšujeme odhad o 18 % na 44,4 mld. Kč.** Vzhledem k válečnému konfliktu na Ukrajině, sankcím proti Rusku, nespuštění plynovodu Nord Stream 2 či nejistotám ohledně budoucích dodávek zemního plynu a ropy do Evropy, momentálně upouštíme od teze, že roční kontrakt na elektřinu (tedy na rok 2023) pohybující se aktuálně poblíž 170 EUR v průběhu letošního roku zkoriguje ke 100 – 110 EUR. ČEZ by tak za této konstelace měl mít prostor ještě **podstatně navýšit svoji prodejní cenu silové elektřiny na rok 2023**, když ke konci roku 2021 měl zatím zajištěno 58 % objemu za cenu 61,5 EUR. My v tuto chvíli vidíme **finální prodejní cenu na příští rok (v zatížení baseload) na úrovni 100 EUR**, což znamená navýšení naší prognózy z předchozích 81,3 EUR.

Pro období let 2024 a 2025 jsme, jak s ohledem na nižší úroveň kontraktů, jež se na tyto roky aktuálně na energetických burzách pohybují kolem 120 EUR, resp. 96 EUR, tak s ohledem na menší čitelnost střednědobého vývoje vyplývající ze složité geopolitické situace (může přinášet výraznější rozkolísanost cen komodit včetně emisních povolenek), konzervativnější a v tuto chvíli do našich projekcí nezahrnujeme realizační (prodejní) ceny elektřiny vyšší než 100 EUR. I proto také zatím v našem modelu nereflektujeme vizi ČEZu dosáhnout v roce 2025 EBITDA zisku v rozmezí 105 – 110 mld. Kč. I tak pro rok 2024, resp. 2025 v návaznosti na výše uvedený vývoj oproti našim předchozím odhadům výrazněji zvyšujeme ceny silové elektřiny, za které bude ČEZ prodávat ze svých elektráren. Konkrétně na 97,2 EUR, resp. 92 EUR z předchozích cca 80 EUR. To pak pro období 2024, resp. 2025 vylepšuje naši **prognózu EBITDA o 19 %, resp. 17 % na 91,6 mld. Kč, resp. 88,1 mld. Kč, což indikuje čistý zisk ve výši 42,5 mld. Kč, resp. 39,4 mld. Kč.**

**Tabulka č.5: Výhled dividend 2022 – 2025**

2022	2023	2024	2025
44	56	66	63

zdroj: odhady Fio

**Tabulka č.6: Předchozí výhled dividend 2022 – 2025**

2022	2023	2024	2025
43	52	66	57

zdroj: odhady Fio

Očekávaná výraznější změna trendu v hospodaření s sebou přináší i příznivější pohled na dividendovou politiku. Návrh letošní dividendy ve výši 44 Kč na akcii sice nepřekvapil, **ale předpoklad managementu pro rok 2023 v rozmezí 56 – 62 Kč (6,4 – 7,1% dividendový výnos)** překonává náš předchozí odhad 52 Kč. Vzhledem k námi očekávané gradaci ziskovosti v roce 2023 pak **dividendu vyplacenou v roce 2024 odhadujeme na 66 Kč**. V roce 2025 predikujeme 63 Kč na akcii. I přes to, že ČEZ přistoupil k normalizaci výplatního poměru a posouvá ho zpět do dřívějších úrovní mezi 60 – 80 % čistého zisku (když podle našeho názoru reaguje zejména na předpokládaný budoucí růst investičních výdajů), tak dividendový výhled vypadá atraktivně.

## Ocenění společnosti

**Tabulka č.7: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC**

	2022	2023	2024	2025	pokračující fáze
risk free rate (%)	3,30	3,50	3,40	3,30	3,00
market return (%)	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
beta	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
equity risk premium (%)	5,56	5,40	5,48	5,56	5,81
cost of equity (%)	8,86	8,90	8,88	8,86	8,81
cost of debt (%)	3,30	3,60	3,50	3,40	4,00
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	2,64	2,88	2,80	2,72	3,20
equity weight	0,67	0,68	0,68	0,67	0,67
debt weight	0,33	0,32	0,32	0,33	0,33
WACC (%)	6,80	6,95	6,92	6,85	6,98

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

**Tabulka č.8: Model diskontovaného cash flow**

mld. Kč	2022	2023	2024	2025
EBIT	53,6	62,0	59,8	56,2
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	42,9	49,6	47,9	44,9
depreciation	31,6	31,7	31,8	31,9
change in WC	-1,8	-3,0	-5,4	-9,1
CAPEX	39,9	45,2	52,3	48,0
CF to the firm	36,3	39,0	32,8	37,9
DCF	26,2	34,1	26,8	29,1
sum of the DCF	116,2			
terminal value	536,8			
net debt	102,9			
equity value	550,1			
number of shares (mil. ks)	536,2			
<b>target price (CZK)</b>	<b>1026</b>			

zdroj: odhady a výpočty Fio, 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. Do modelu započítáváme cash flow jen za část roku 2022, konkrétně od konce března. Odhad vygenerovaného cash flow v 1Q 2022 pak zohledňujeme v čistém dluhu. Hodnota čistého dluhu je tedy odhad ke konci 1Q 2022. 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.9: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů**

pokračující růst	WACC				
	6,58%	6,78%	6,98%	7,18%	7,38%
1,1%	1037	994	954	917	882
1,3%	1078	1032	989	949	912
1,5%	1121	1072	<b>1026</b>	984	944
1,7%	1168	1115	1066	1021	978
1,9%	1220	1162	1109	1060	1015

zdroj: odhady Fio

## SWOT analýza:

### • Silné stránky

- Stabilní společnost s působností ve střední Evropě.
- Vhodný výrobní mix, od bezemisních jaderných elektráren, plyn, OZE až po účinné uhelné elektrárny napájené z vlastních dolů.
- 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.
- Uspokojivá míra zadlužení neohrožující finanční stabilitu společnosti.

### • Slabé stránky

- Citlivost výnosů a zisků na tržní ceny elektřiny na energetických burzách, potažmo na ceny ostatních komodit
- Vliv státu, politická rizika (stát prostřednictvím MFČR vlastní téměř 70 % akcií společnosti).
- Velká organizační struktura, riziko nižší flexibility.

### • Příležitosti

- Potenciál výraznějšího využívání zemního plynu a 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, Prunéřov (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 nestability regulatorních a legislativních podmínek.
- Riziko poklesu cen komodit (zejména uhlí, zemní plyn) s negativním dopadem do tržních cen elektřiny.
- Nejistoty ohledně vývoje regulace evropské energetiky, resp. plnění klimatických cílů.
- V návaznosti na předchozí bod hrozba poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.
- Politická rizika spojená s potenciální výstavbou nového jaderného bloku.
- Riziko vládních zásahů do trhů s energiemi: zastropování cen elektřiny, zásahy do systému obchodování s emisními povolenkami

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](http://www.fio.cz)**