

ČEZ – investiční výzkum

Jan Raška
analytik



Právní prohlášení

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 Primoco. **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 konzultovaly její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukováné 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 spoluvedoucím 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 zájmů 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 Komerční banka naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/717-komerčni-banka> a k akciím společnosti ČEZ na <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/11392-cez-a-s>. 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 <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akcií naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie. Kvartální souhrn podílů jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <https://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

cílová cena: **834 Kč**

doporučení: **držet**

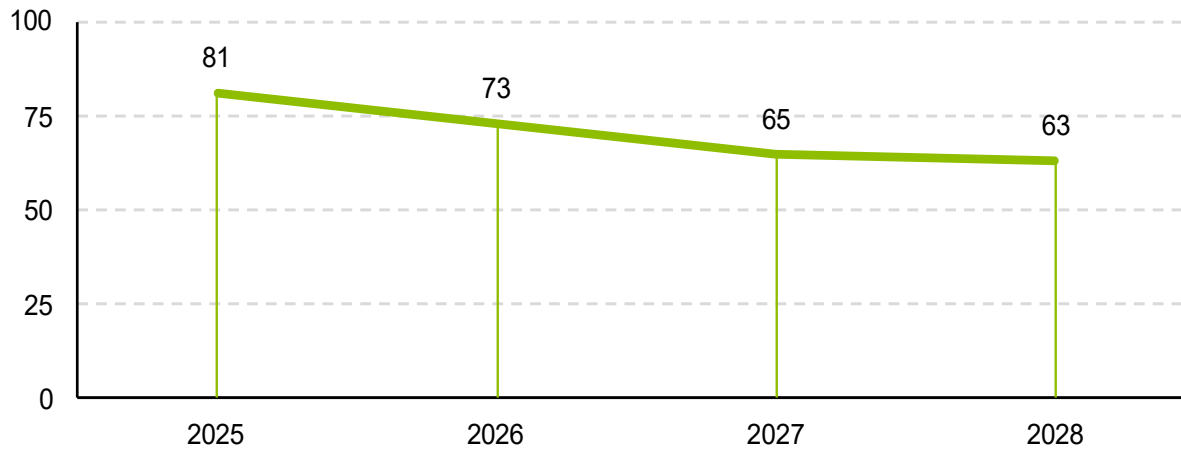
základní scénář:

„windfall tax“: platnost v roce 2024

střednědobá prodejní cena elektřiny: 80 EUR/MWh

- důvod snížení cílové ceny z předchozích 951 Kč
- korekce velkoobchodních cen elektřiny (tržních cen na energetických burzách)

Forwarová křivka elektřiny aktuální výše kontraktů na jednotlivé roky v EUR/MWh



Zdroj: Bloomberg, zpracování Fio banka

■ vývoj tržní ceny elektřiny – roční kontrakt

Vývoj ceny elektřiny

německý kontrakt na nejbližší rok v EUR/MWh*

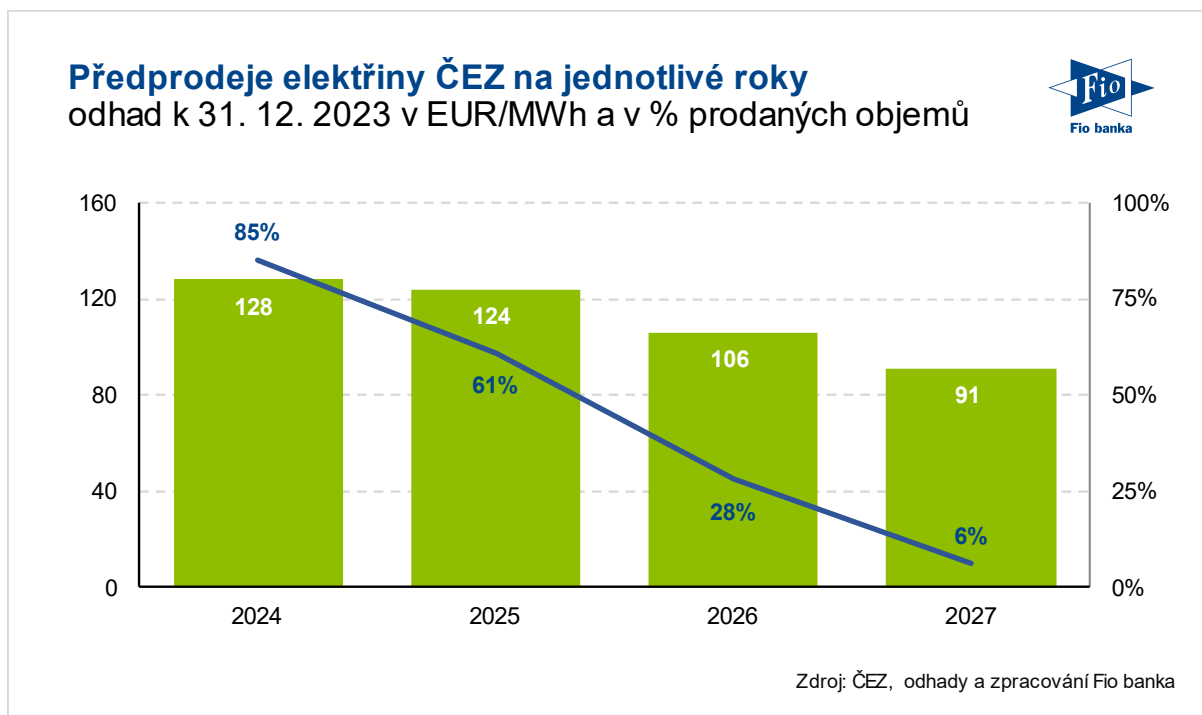


*v roce 2023 kontrakt na rok 2024, dále kontrakt na rok 2025, zdroj: Bloomberg, zpracování Fio banka

- hlavní důvody korekce tržních cen elektřiny
- klesající ceny zemního plynu
 - stabilizace globálního trhu po energetické krizi v roce 2022
 - rychlá výstavba dovozních LNG terminálů v Evropě
 - včasné plnění evropských zásobníků
 - realizace úsporných opatření
- ceny se nejdříve v průběhu roku 2023 stabilizovaly do úrovně 50 – 60 EUR/MWh
- od konce roku 2023, vlivem slabší než očekávané poptávky ze strany stagnujících evropských ekonomik, další tlak na cenu až k současným 25 – 30 EUR

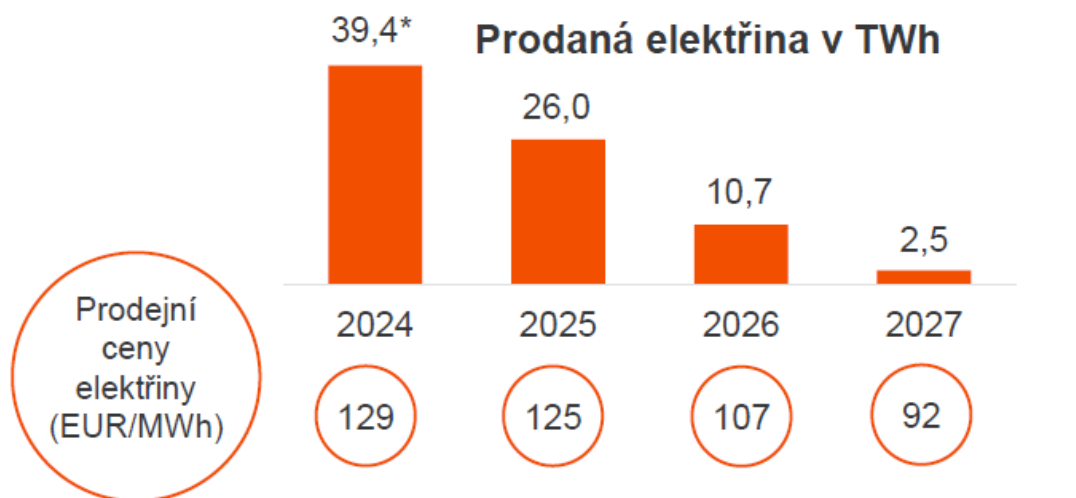
- hlavní důvody korekce tržních cen elektřiny
- klesající ceny emisních povolenek
 - po většinu loňského roku ceny v rozmezí 80 – 100 EUR/tCO₂
 - v závěru roku 2023 korekce na 70 EUR
 - v úvodu letošního roku další pokles k 55 – 60 EUR
 - důvody:
 - EU uvolnila více povolenek do aukcí a vznikla větší nabídka na trhu
 - nadále nevýrazná výkonnost evropského průmyslu – slabší poptávka po povolenkách

- klesající ziskovost v příštích letech
- výše zmíněný vývoj cen elektřiny se negativně projeví
 - do prodejních cen silové elektřiny ČEZu, potažmo do jeho ziskovosti
 - a to zejména ve střednědobém horizontu (roky 2026 a 2027)



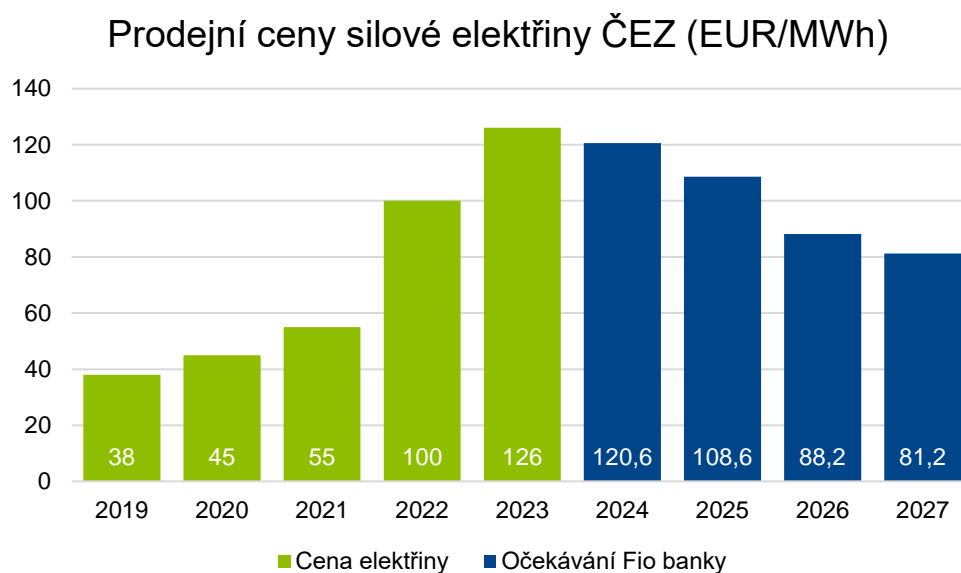
- klesající ziskovost v příštích letech
- ČEZem vykázané prodejní ceny elektřiny na příští roky (stav k 31. 12. 2023)

Uzavřené obchodní kontrakty ke dni 31. 12. 2023



■ klesající ziskovost v příštích letech

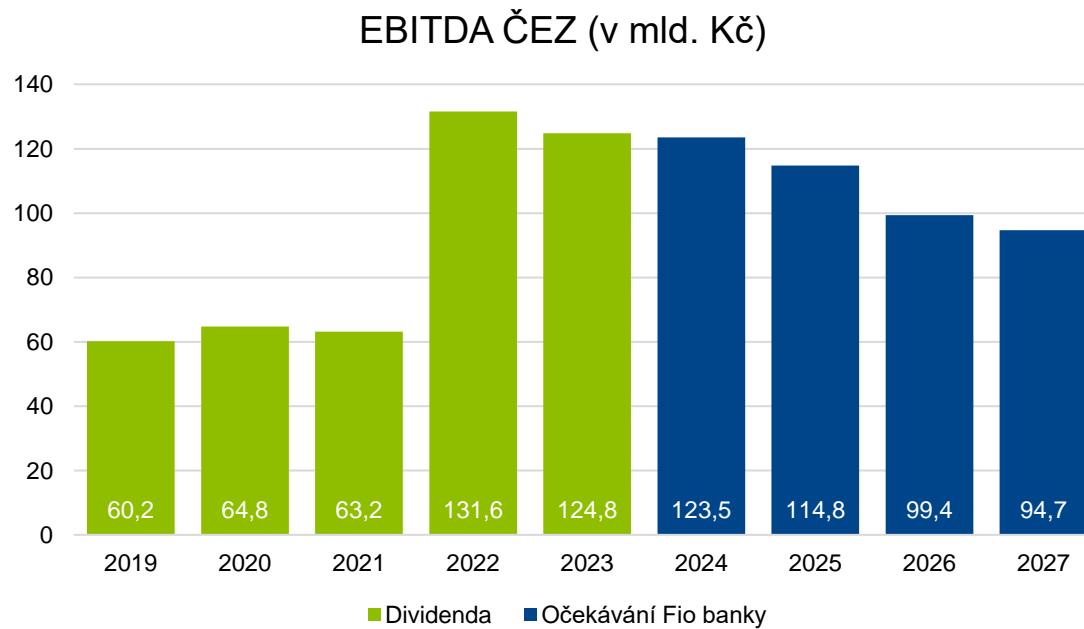
- letos a částečně i v příštím roce bude ČEZ díky svým předprodejům profitovat z vysokých tržních cen elektřiny



- v letech 2026 a 2027 se situace láme
- a čekáme pokles prodejní ceny do úrovně 88 – 80 EUR/MWh

■ klesající ziskovost v příštích letech

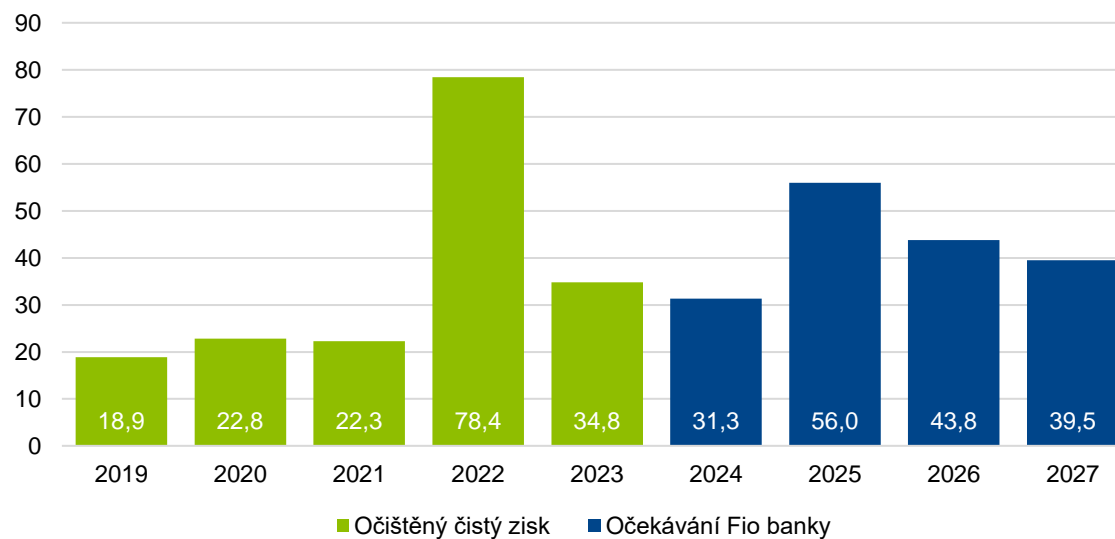
- EBITDA v letech 2026 a 2027 klesá k úrovni 99 – 95 mld. Kč



■ klesající ziskovost v příštích letech

- čistý zisk v letech 2026 a 2027 odhadujeme ve výši 44 – 40 mld. Kč (81,5 – 73,6 na akcii)

Očištěný čistý zisk ČEZ (v mld. Kč)



- **základní scénář**
- střednědobá prodejní cena silové elektřiny (rok 2027): cca 80 EUR
 - v rámci základního scénáře počítáme alespoň s mírným oživením komodit
 - tzn. zvýšení cen zemního plynu z nynějších lokálních minim na 30 – 40 EUR/MWh
 - a zvýšení cen emisních povolenek alespoň k úrovním 60 – 70 EUR/tCO₂
- **zemní plyn**
 - komodita, jenž bude potřeba v procesu přechodu od uhelných zdrojů k bezemisním zdrojům (OZE, jádro)
 - Německo: pokračující rozvoj nových plynových elektráren
 - plán výstavby dalších plynových elektráren o výkonu cca 9000 MW
 - ČR: plány více využívat plyn jak v teplárenství, tak ve výrobě elektřiny
 - výstavba instalovaného výkonu v objemu nižších až středních tisíců megawattů
 - evropská poptávka po plynu: měla by v budoucnu spíše posilovat

- základní scénář

- zemní plyn

- geopolitické faktory:

- ukončení tranzitu ruského plynu přes Ukrajinu na konci roku 2024

- politická rizika ohledně schvalování nových projektů na budování dalších amerických exportních LNG terminálů

- výše uvedené vlivy: podpůrné faktory pro cenu plynu

- emisní povolenky

- nedávné uvolnění více povolenek do aukcí se projeví nižší nabídkou v budoucnu

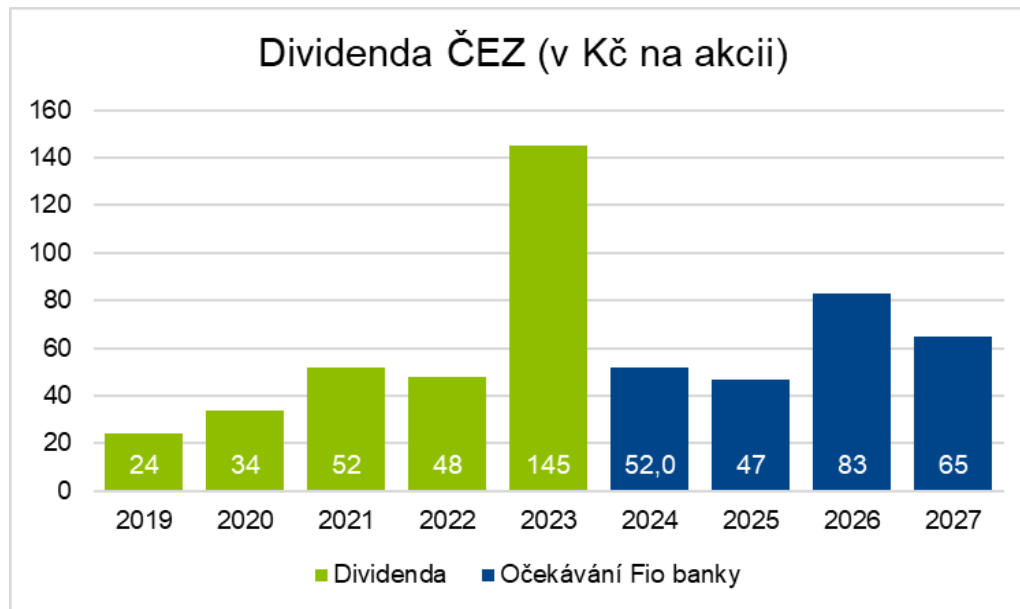
- pokračující klimatické ambice EU s dalšími navrhovaným cíli

- do roku 2040 snížit emise o 90 % oproti roku 1990

- to vše jsou faktory bránící dalšímu propadu ceny, resp. měly by ji podporovat

■ základní scénář - dividendy

- propad z loňských rekordních 145 Kč (14% výnos) na námi odhadovaných 52 Kč na akcii (cca 6% dividendový výnos)
 - důvod: existence „windfall tax“, která výrazně srazila čistou ziskovost za rok 2023 z předloňských rekordních 78,4 mld. Kč na 34,8 mld. Kč



■ základní scénář - dividendy

■ oficiální dividendová politika ČEZu: vyplácet 60 – 80 % očištěného čistého zisku

- dividendy v roce 2024: 39 – 52 Kč na akcii (4,6% až 6,1% výnos)
- nízká zadluženost 1,2x EBITDA, silná likvidita: to nám indikuje uplatnění horní hrany dividendového výplatního poměru
- 100% výplatní poměr: 65 Kč (7,7% výnos)

■ více scénářů ocenění ČEZ

- s ohledem na možnou pokračující volatilitu tržních cen elektřiny a nejistoty ohledně platnosti „windfall tax“ (WFT) nabízíme více scénářů cílových cen akcií ČEZ

Cílové ceny ČEZ v závislosti na některých možných scénářích

	WFT 2025:	Ano	Ne	Ne
	WFT 2024:	Ano	Ano	Ne
	90 EUR		983 Kč	1 025 Kč
Střednědobá cena elektřiny:	80 EUR	801 Kč	834 Kč	876 Kč
	70 EUR		679 Kč	

- optimistický scénář - cena elektřiny 90 EUR
 - akcentujeme vliv oživení cen zemního plynu a emisních povolenek
- negativní scénář – cena elektřiny 70 EUR
 - nepočítá s oživením cen zemního plynu a povolenek

■ více scénářů ocenění ČEZ

■ vliv platnosti WFT na čistý zisk a dividendu

■ varianta WFT 24 ano

- očištěný čistý zisk za rok 2024: 31,3 mld. Kč

- dividendu vyplacená v roce 2025 (80% výplatný poměr): 47 Kč (5,5% výnos)

■ varianta WFT 24 ne

- očištěný čistý zisk za rok 2024: 63,6 mld. Kč

- dividendu vyplacená v roce 2025 (80% poměr): 95 Kč (11,2% výnos)

■ varianta WFT 25 ano

- očištěný čistý zisk za rok 2025: 29 mld. Kč

- dividendu vyplacená v roce 2026 (80% poměr): 43 Kč (5,1% výnos)

■ varianta WFT 25 ne

- očištěný čistý zisk za rok 2025: 56 mld. Kč

- dividendu vyplacená v roce 2026 (80% poměr): 83 Kč (9,8% výnos)

■ konkurenční srovnání

Tabulka č.11: Konkurenční srovnání						
	EV/EBITDA		P/E		EBITDA marže	Dividendový výnos
	e2024	e2025	e2024	e2025	2023	e2024
E.ON	7,7	7,7	12,3	12,7	4,9 %	4,2 %
RWE	5,2	5,3	11,0	12,7	21,8 %	3,2 %
Enel	6,5	6,4	9,3	9,2	19,1 %	6,9 %
Engie	5,2	5,3	8,6	9,3	16,0 %	9,5 %
Verbund	8,0	8,4	13,3	14,4	36,1 %	5,1 %
Endesa	5,5	5,3	10,3	9,3	15,3 %	12,8 %
Fortum	7,0	7,9	10,7	12,6	29,2 %	9,7 %
EVN	7,1	6,8	9,6	9,3	21,4 %	2,1 %
Iberdrola	9,7	9,3	13,8	13,2	28,0 %	4,7 %
EDP	7,7	7,5	12,1	12,0	26,9 %	5,2 %
Průměr	7,0	7,0	11,1	11,5	21,9 %	6,3 %
Medián	7,1	7,2	10,9	12,3	21,6 %	5,2 %
ČEZ	5,0	5,4	15,3	8,6	37,9 %	5,8 %