

Doporučení: Redukovat
Cílová cena: 1044 Kč

ČEZ	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Redukovat
Cílová cena (12M):	1044 Kč
Aktuální cena: (4. 7. 2025)	1217 Kč
Potenciální výnos:	-14,2 %
Datum vydání	4. 7. 2025

V nové analýze na akcie společnosti ČEZ zvyšujeme cílovou cenu z úrovně **834 Kč** na **1044 Kč**, zároveň **snížíme doporučení ze stupně „držet“ na „redukovat“**.

Na akcie ČEZ máme smíšený pohled z následujících důvodů:

- zvýšení predikce provozního zisku EBITDA vlivem: zlepšení prognózy prodejních cen elektřiny zahrnutí GasNet do modelu ocenění: roční příspěvek do EBITDA cca 11 mld. Kč
- na druhou stranu tržní ceny elektřiny jsou nadále v negativním trendu
- prognóza provozní ziskovosti zůstává klesající
- čistá ziskovost navíc pod tlakem vyšších odpisů
- v příštím roce, v základním scénáři, další pokles dividendy k úrovni 42 Kč na akcii

Základní informace	
Odvětví:	Výroba a prodej elektřiny
Počet akcií:	536,8 mil. ks
Free float:	30,2 %
Tržní kapitalizace:	653 mld. Kč
Roční minimum: (11. 9. 2024)	852,50 Kč
Roční maximum: (30. 6. 2025)	1233 Kč
Informace pro investory:	cez.cz
Indexy:	PX (20,1 %)

Roční vývoj akcie



Hospodaření: ČEZ aktuálně nadále vykazuje poměrně robustní úroveň provozní ziskovosti. Letošní EBITDA dle našich odhadů směřuje ke stále silné hladině kolem 130 mld. Kč. Je to sice již pokles z loňských rekordních 137,5 mld. Kč, když už se projeví snižující se prodejní ceny elektřiny, avšak námi předpokládaných 120 EUR/MWh je stále nadstandardní úroveň vytvářející stěžejní kotvu do letošního hospodaření. Vedle toho se také do provozního zisku v plné míře projeví loňská akvizice GasNet. Nicméně od příštího roku by se už do výsledků ČEZu měla čím dále více projevovat stabilizovaná situace na energetických trzích, resp. klesající forwardová křivka tržních cen elektřiny. Jinými slovy vliv předprodejů za extrémní ceny z dob energetické krize do finálních prodejních cen elektřiny bude rapidně klesat. ČEZu tak od roku 2026 podle naší predikce poklesne realizační cena silové elektřiny k úrovni 98 EUR a střednědobě pak k hranici 87 – 88 EUR/MWh. Je to sice navýšení naší předchozí predikce až o cca 10 EUR, nicméně, zejména vlivem nadále dostatečně stabilizovaného trhu se zemním plynem, stále očekáváme klesající trend cen elektřiny na energetických burzách. EBITDA ČEZu tak v roce 2026 dle naší predikce klesá k úrovni 110 mld. Kč, v letech 2027 a 2028 se dále snižuje ke 103 mld. Kč. Čistý zisk v příštím roce sice vlivem absence „windfall tax“ vidíme o cca 26 % výše na hladině 35,4 mld. Kč, ale v dalších letech prognózuje jeho pokles do blízkosti 31 mld. Kč.

Valuace: K ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných volných hotovostních toků (DCF), jehož výsledkem je odhadovaná hodnota 1044 Kč na akcii. To je 14,2 % pod úrovní tržní ceny. Akcie ČEZ tak vnímáme jako nadhodnocené. To indikuje i relativní srovnání s konkurencí, když akcie ČEZ se obchodují na úrovni 18,4x P/E 2026, zatímco trh se v průměru obchoduje na cca 14x očekávaného zisku na akcii.

Rizika: Politická rizika spojená s potenciálním procesem zestátnění společnosti, rizika související s daňovou politikou.

Klíčové ukazatele	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Tržby (mld. Kč)	227,8	288,5	340,6	344,7	331,5	288,3	269,7	272,6
EBITDA (mld. Kč)	63,2	131,6	124,8	137,5	130,6	110,3	103,0	102,7
Čistý zisk očištěný (mld. Kč)	22,3	78,4	34,8	31,8	28,1	35,4	30,9	30,8
Zisk na akcii očištěný (v Kč)	41,5	146,1	64,8	59,2	52,3	66,0	57,5	57,4

zdroj: ČEZ, odhady Fio banka

Obsah

Obsah	2
SWOT analýza	3
Provozní ziskovost v roce 2025 nadále výrazná, čistý zisk utlumený	4
Čistý zisk bude tlumen vyššími odpisy, navýšením odhadu WFT a rostoucími úrokovými náklady	5
Výhled hospodaření	5
Průběžné prodejní ceny elektřiny ČEZu vykazují klesající trend	6
Zemní plyn jako proinflační faktor do cen elektřiny	6
Vliv emisních povolenek méně čitelný, zásahy a úpravy do jejich systému obchodování jsou rizikem pro ceny elektřiny	7
Dividendová politika	8
Konkurenční srovnání	8
Úvahy nad zestátněním ovlivňují dynamiku tržní ceny akcie	9
Ocenění společnosti	10
Citlivostní analýza	11
Grafický přehled	12

SWOT analýza**Silné stránky**

- Stabilní společnost s působností ve střední Evropě.
- Vhodný výrobní mix, od bezemisních jaderných elektráren, OZE, plynu, až po účinné uhelné elektrárny napájených z vlastních dolů.
- Komplexní obchodní model: těžba, výroba, distribuce, prodej.
- Robustní distribuční segment: posílen akvizicí distributora plynu GasNet.
- Systém předprodejů silové elektřiny eliminující rizika nadměrných poklesů cen elektřiny na energetických burzách.
- Příznivá likvidní pozice.
- Financování za relativně nízké úrokové sazby.
- Stále nízká míra zadlužení neohrožující finanční stabilitu společnosti.

Slabé stránky

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

Příležitosti

- Potenciál výraznějšího využívání OZE ve výrobním mixu v rámci postupného odklonu od uhlí.
- Potenciál navýšení výroby z jaderných elektráren do rozmezí 31,5 – 32 TWh, resp. i mírně nad tuto úroveň.
- Využití stále výrazných páteřních uhelných zdrojů – Tušimice, Prunéřov, Ledvice.
- V souladu s klimatickými ambicemi potenciál rozšiřovat působení v segmentu energetických služeb prostřednictvím ESCO dceřiných firem.
- Působení na trhu zemního plynu, včetně využívání LNG terminálu v nizozemském Eemshavenu.
- Potenciální příležitosti ve využívání dalších LNG terminálů na zkapalněný zemní plyn, zejména v Německu.

Hrozby

- Riziko státních zásahů do trhů s energiemi.
- Nejistoty ohledně vývoje regulace evropské energetiky, resp. plnění klimatických cílů.
- V návaznosti na předchozí bod hrozba poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.
- Riziko výraznějšího poklesu cen komodit (zejména zemní plyn) s negativním dopadem do tržních cen elektřiny.
- Politická rizika: potenciální proces zestátnění společnosti, daňová politika.

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

Provozní ziskovost v roce 2025 nadále výrazná, čistý zisk utlumený

I přes očekávaný pokles, by se letošní EBITDA měla stále nacházet na vysokých úrovních. ČEZ vylepšil výhled z intervalu 125 – 130 mld. Kč na 127 – 132 mld. Kč.

ČEZ má letos nakročeno zaznamenat další poměrně silný rok na provozní úrovni hospodaření. Indikoval to již letos v březnu stanoveným výhledem EBITDA do rozmezí 125 – 130 mld. Kč, který následně v květnu ještě vylepšil na 127 – 132 mld. Kč. To překonalo naši původní predikci pohybující se v blízkosti 125 mld. Kč. ČEZ tak letos může dosáhnout jen o málo nižší provozní ziskovosti než v roce 2024, kdy zejména díky rekordním prodejním cenám silové elektřiny vygeneroval EBITDA zisk ve výši 137,5 mld. Kč. Stěžejním pilířem letošního provozního hospodaření by i nadále měly být vysoké realizační ceny elektřiny. Už sice nedosáhnou na loňských nadstandardních 134 EUR/MWh, ale aktuálně ČEZem očekávané pásmo 120 – 125 EUR pro letošní rok je stále velmi výrazná hladina. A to zejména v kontextu aktuálního vývoje tržních cen na energetických burzách, když roční kontrakt v základním zatížení (baseload) se pohybuje poblíž 90 EUR.

Stále je patrný dozvuk předprodejů za extrémní ceny z období energetické krize, zároveň spatřujeme ze strany ČEZu nad očekávání dobrou efektivnost při doprodejích za krátkodobé kontrakty včetně špiček. ČEZ rovněž dokáže profitovat z rozdílných cen na německé a české energetické burze, když tuzemské tržní ceny jsou vlivem nedokonalostí v propojení přeshraničních soustav až o střední jednotky eur vyšší. ČEZ měl sice na konci roku 2024 prodáno již 90 % elektřiny na rok 2025 za 117 EUR, nicméně vlivem výše zmíněných faktorů má potenciál ještě posunout finální realizační cenu o něco výše, a proto její letošní výhled drží na výše zmíněné hladině 120 – 125 EUR. To je nad naši první predikci, jež se pohybovala v intervalu 115 – 117 EUR/MWh. Aktuálně naši prognózu letošní prodejní ceny silové elektřiny posouváme k úrovni 120,2 EUR.

Potenciál viditelně vylepšit letošní celkovou provozní ziskovost má tuzemský retailový prodej, kde se zatím nad očekávání vyvíjí marže a vidíme slušné oživení spotřeby elektřiny a plynu.

V průběhu letošního roku zatím pozorujeme nad očekávání pozitivní vývoj také v retailovém prodejním segmentu, kde se ČEZu vlivem nižších nákladů na pořízení komodit a efektivní cenové politiky zatím daří držet příznivé marže. Zotavuje se i poptávka, když zákazníci (domácnosti) reflektují obecný pokles cen energií, výrazné utlumení inflačních tlaků a růst reálných mezd. Spotřeba elektřiny a plynu se tak začíná dostávat na úroveň před energetickou krizí, od druhé poloviny roku 2024 již vidíme minimálně u poptávky po elektřině meziroční růsty, dynamika spotřeby se pak zvyšuje u obou komodit v úvodu letošního roku. I přes absenci loňského mimořádného výnosu ze soudního sporu se Správou železnic ve výši 1,3 mld. Kč tak podle našich odhadů maloobchodní prodej může zaznamenat meziroční růst provozní ziskovosti v rozmezí 1 – 1,5 mld. Kč. To by byla na tento relativně menší segment slušná meziroční změna, která již ovlivní výhled, resp. celkový výsledek hospodaření.

Loňská akvizice tuzemského dominantního distributora plynu GasNet (cca 80% tržní podíl) výrazně podpoří distribuční segment ČEZu. Roční EBITDA tohoto segmentu se nově dostává přes hranici 30 mld. Kč. Letošní akviziční impuls do provozní ziskovosti by měl ze strany GasNet činit 7 mld. Kč. Loni již přispěl 3,9 mld. Kč.

Velmi slušně do letošního roku vkročila i distribuce, a to jak organicky, tak akvizičně. Byť je to z dlouhodobého pohledu segment vykazující víceméně stabilní hospodaření, tak v 1Q 2025 překvapil slušnou dynamikou. Obdobně jako v prodejním segmentu se pozitivně projevují rostoucí objemy distribuované elektřiny a plynu. Pozitivní vývoj vidíme zejména u poptávky po zemním plynu, která vykazuje dvojciferné meziroční růsty, konkrétně za první letošní kvartál 12 %. Do výsledků distribuce plynu mají pozitivní dopad rovněž příznivější regulační podmínky projevující se do vyšších povolených výnosů. Nová akvizice GasNet tak letos může do EBITDA celkově přinést kolem 11 mld. Kč, zatímco naše původní odhady počítaly s hodnotami kolem 9 – 10 mld. Kč.

Letošní EBITDA zisk tak nově odhadujeme na úrovni 130,6 mld. Kč, tedy blíže horní hranici stanovené managementem ČEZu. Znamenalo by to meziroční pokles o 5 %. Organicky se provozní ziskovost ČEZu může dle naší predikce pohybovat v blízkosti 120 mld. Kč, což je snížení z loňských rekordních 133,6 mld. Kč (cca -10 % y/y). Jak rozebíráme výše, i přes poklesy to jsou stále nadstandardní úrovně.

Čistý zisk bude tlumen vyššími odpisy, navýšením odhadu WFT a rostoucími úrokovými náklady

ČEZ, navzdory zlepšené predikci EBITDA, zatím drží svůj výhled očištěného čistého zisku v rozmezí 25 – 29 mld. Kč. To by znamenalo pokles z loňských 31,8 mld. Kč.

Čistý zisk bude letos tlumen hlavně výraznějším růstem odpisů, vedle toho se projevuje efekt mimořádného zdanění a rovněž zvyšující se úrokové náklady.

I přesto, že ČEZ přistoupil ke zvýšení letošního výhledu EBITDA, prognózu čisté ziskovosti ponechal v rozmezí 25 – 29 mld. Kč. Hlavními negativními faktory v tomto směru jsou z našeho pohledu vyšší než očekávané odpisy a navýšení odhadu odvodu „windfall tax“. ČEZ od 4Q 2024 začal rychleji odepisovat svá uhelná aktiva. Bude v tom pokračovat i letos, což dle plánu společnosti navýší odpisy o cca 7 mld. Kč. Vedle toho se do velikosti odpisů projeví akvizice GasNet. Původně ČEZ odhadoval roční odpisy konsolidované hodnoty aktiv GasNet ve výši zhruba 6 mld. Kč, poté predikci upravil na cca 9 mld. Kč. Celkově tak navýšil letošní predikci odpisů z úrovně 50 mld. Kč na cca 55 mld. Kč. ČEZ tak plánuje meziročně navýšit odpisy o poměrně výrazných 13 mld. Kč, což už významně zatěžuje čistou ziskovost.

Mimořádné zdanění bude platit ještě v letošním roce. V letech 2023 a 2024 ČEZ na „windfall tax“ odvedl 30 mld. Kč, resp. 32,1 mld. Kč. Svůj první letošní odhad posadil do rozmezí 26 – 30 mld. Kč, v květnu ho pak navýšil na 27 – 31 mld. Kč. Vzhledem k očekávanému letošnímu poklesu ziskovosti předpokládáme odvod u dolní hranice intervalu.

Vedle toho akvizice GasNet zvýšila dluh ČEZu. GasNet je společností s relativně vyšším zadlužením, v době zveřejnění akvizice se pohybovalo v rozmezí 5,5 – 6x EBITDA. Dle čísel za rok 2024 pak čistý dluh vlivem zlepšené provozní ziskovosti poklesl k úrovni 5,3x. ČEZ tak konsolidoval čistý dluh v objemu cca 55 mld. Kč. V kombinaci s kupní cenou pořizovaného 55,2% equity podílu ve výši cca 21 mld. Kč pak hrubý dluh ČEZu stoupl o cca 80 mld. Kč na 238 mld. Kč, což pak vytváří tlak na růst úrokových nákladů. Byť úrokové sazby spíše klesají a ČEZ se obecně financuje za příznivé sazby, tak tento absolutní posun v objemu dluhu dle našich odhadů letos povede k meziročnímu růstu úrokových nákladů o 1,7 mld. Kč na 8,2 mld. Kč.

Navzdory zvýšení naší letošní predikce EBITDA o více než 5 mld. Kč, tak zejména vlivem vyšších odpisů vylepšujeme náš odhad čisté ziskovosti pouze o 1 mld. Kč na 28,1 mld. Kč.

Výhled hospodaření

Od roku 2026 očekáváme pod vlivem klesajícího trendu tržních cen elektřiny zlom v provozní ziskovosti. EBITDA zisk o cca 15 % níže na cca 110 mld. Kč, střednědobě pokles k hranici 100 mld. Kč.

Absence WFT naopak v roce 2026 podpoří čistý zisk.

Od příštího roku již očekáváme, pod vlivem klesající forwardové křivky tržních cen elektřiny, výraznější zlom v hospodaření. V příštím roce by se neměl týkat čisté ziskovosti, která díky předpokládané absenci „windfall tax“ podle našich odhadů vzroste o 26 % na 35,4 mld. Kč. Provozní zisk EBITDA však podle naší predikce směřuje za rok 2026 nejprve k 15,5% poklesu na 110,3 mld. Kč, v letech 2027 a 2028 pak klesá k úrovním poblíž 103 mld. Kč. Očištěný čistý zisk potom střednědobě vidíme u hranice 31 mld. Kč.

Byť je forwardová křivka kontraktů na ceny elektřiny na nejbližší tři – čtyři roky o vyšší jednotky eur až deset eur výše než v loňském roce, stále má

Stabilizovaná situace na energetických trzích nadále drží forwardovou křivku cen elektřiny v klesající tendu.

Dodávky plynu do Evropy jsou nadále plynulé. Importy z USA, Kataru a dalších destinací dokázaly nahradit významné výpadky z Ruska.

Tržní trendy se promítají i do vývoje předprodejů ČEZu. Jeho průběžné prodejní ceny elektřiny na budoucí roky klesají z 94 EUR/MWh až k úrovním 70 - 75 EUR.

Zemní plyn jakožto důležitý prvek v rámci přechodu k nízkoemisní energetice.

pod vlivem stabilizované situace na energetických trzích klesající trend. Tak např. roční kontrakt na německé burze se aktuálně obchoduje v blízkosti 90 EUR/MWh, dvouletý pak u hladiny 80 EUR, tříleté a čtyřleté kontrakty se pohybují kolem 72 EUR.

Stále jako loni tedy platí, že extrémní ceny komodit z období energetické krize vyvolané konfliktem na Ukrajině jsou minulostí. Flexibilní nahrazování ruských dodávek potrubního zemního plynu dodávkami zkapalněného (LNG) plynu z USA či Blízkého východu (např. Katar), navyšování dodávek plynu z Norska či nalézání nových cest ze severní Afriky, to vše se podílelo na výrazném zklidnění situace na trhu se zemním plynem, potažmo na trhu s elektřinou. Vedle toho, proces každoročního plnění evropských plynových zásobníků se od dob krize zefektivnil a našel rytmus, který nevytváří nepřiměřené pnutí na trhu. Do stabilizace trhu s plynem a elektřinou výrazně přispělo i poměrně rychlé a flexibilní budování evropských dovozních terminálů na zpracování LNG plynu. Síť terminálů u západního pobřeží, resp. pobřeží Severního a Baltského moře je dnes zdá se dostatečně robustní na to, aby plynule zásobovala vnitroeurospouskou potrubní infrastrukturu. Relativně stabilizovaný, bez extrémních výkyvů, nadále zůstává také trh s emisními povolenkami, což rovněž přispívá k poklidnějšímu vývoji na trhu s elektřinou.

Průběžné prodejní ceny elektřiny ČEZu vykazují klesající trend

Poměrně stabilizovaná situace na trhu s energiemi se tak promítá i do předprodejů elektřiny samotného ČEZu. Průběžné předprodeje v podstatě kopírují výše zmíněnou tržní forwardovou křivku. Ke konci března měl ČEZ na rok 2026 prodáno již 67 % své silové elektřiny za cenu 94 EUR, na rok 2027 má prodáno 35 % objemu za 80 EUR a na rok 2028 zatím činí průběžná cena 73 EUR, přičemž prodaný objem elektřiny se pohybuje kolem 12 %. Odhadujeme, že finální realizační cena elektřiny pro rok 2026 se bude přibližovat hranici 100 EUR, konkrétně predikujeme 98,1 EUR. Pro roky 2027 a 2028 pak očekáváme, že ČEZ bude finálně prodávat za ceny v blízkosti 90 EUR, konkrétně v našem modelu počítáme s úrovní 87,3 EUR, resp. 87,8 EUR.

Kalkulujeme tedy s tím, že prodejní ceny silové elektřiny ČEZu se oproti průběžnému stavu ještě o něco posunou, a to po celé délce forwardové křivky. Patrné je to zejména pro rok 2028, kdy predikujeme navýšení o cca 15 EUR z aktuálních 73 EUR. Kromě spíše technických vlivů v podobě doprodejů za vyšší ceny krátkých kontraktů, resp. vyšší ceny ve špičkách a profitu ze spreadu mezi cenami na německé a pražské energetické burze, budou ceny elektřiny podle našeho názoru alespoň mírně tlačeny vzhůru také námi předpokládaným spíše proinflačním vývojem na trhu se zemním plynem.

Zemní plyn jako proinflační faktor do cen elektřiny

Nadále v našich prognózách pracujeme s tezí, že trh se zemním plynem bude pod vlivem přechodu k bezemisní evropské energetice pod tlakem vyšší poptávky, což bude podporovat ceny. Situace však není zcela jednoduchá a jednoznačná, když situace na trhu s touto komoditou by měla být na druhou stranu vyvažována poměrně dostatečnou globální nabídkou, snahou nové americké administrativy budovat další exportní LNG terminály s cílem vytvářet podmínky k navyšování vývozu do Evropy. Do cen se může projevit i budoucí uklidnění konfliktu na Ukrajině a spekulace na možné alespoň mírné navyšování dodávek plynu z Ruska.

Efekt předpokládané rostoucí poptávky vlivem čím dál většího využívání plynových zdrojů (ať už samotných paroplynových elektráren nebo

plynových tepláren) v rámci transformace energetiky od uhelných k bezemisním zdrojům bude nicméně podle našeho názoru v cenotvorbě převažovat. V tomto směru by mělo být stále tahounem Německo, kde již výstavba plynových zdrojů započala, jejich přírůstek by se měl v dalších letech pohybovat v řádu vyšších tisíců megawattů. S plynem, jakožto přechodným zdrojem, se počítá i v tuzemské energetice. Samotný ČEZ má před sebou významný investiční program zahrnující přeměnu uhelných tepláren na plynové či případnou výstavbu paroplynových elektráren. Ve střednědobém horizontu by v ČR měly vzniknout plynové kapacity o výkonu nižších až středních tisíců megawattů. Jsou přijímány legislativní opatření usnadňující investice do nových plynových zdrojů, je možno čerpat i dotace z tzv. Modernizačního fondu. Vidíme tak poměrně zřetelné předpoklady k růstu poptávky po zemním plynu.

Předpoklad rostoucí poptávky po plynu bude držet jeho ceny spíše na vyšších úrovních. To by mělo podporovat i ceny elektřiny.

Určitou nervozitu na evropském trhu s plynem mohou v nejbližších letech vyvolávat i aktuálně připravované kroky EU do konce roku 2027 zcela zastavit dovozy plynu (a ropy) z Ruska. V roce 2024 importy zemního plynu z Ruska (včetně LNG) stále tvořily cca 19 % veškerých dovozů. Letos se, v souvislosti s již ukončeným tranzitem přes Ukrajinu, počítá s poklesem na 13 % (vedle ruského LNG do Evropy v současnosti stále proudí ruský potrubní plyn přes plynovod Turkstream).

Do svých úvah zahrnujeme i geopolitické faktory. Byť je současný globální trh se zemním plynem či ropou oproti minulosti více diverzifikovaný, a tedy více rezistentní vůči geopolitickému napětí, tak aktuální vyhrcoená situace na Blízkém východě může vyvolávat minimálně krátkodobé výraznější zvýšení cen energetických komodit.

Ceny evropského plynu tak z našeho pohledu mají v nejbližších měsících a letech potenciál se zvyšovat z nynějších cca 35 EUR alespoň k úrovní 45 – 50 EUR/MWh.

Vliv emisních povolenek méně čitelný, zásahy a úpravy do jejich systému obchodování jsou rizikem pro ceny elektřiny

Striktní plnění klimaticko-emisních cílů může jít v kontextu zvyšujících se priorit v oblasti obrany a bezpečnosti do pozadí. To může tlumit ceny emisních povolenek. Ceny elektřiny tak z tohoto pohledu ztrácí prorůstové impulsy.

Určitá rizika směrem k ceně elektřiny vnímáme ze strany emisních povolenek. V posledních letech vždy fungovaly jako určitá kotva v rámci cenotvorby, resp. působily jako podpůrný faktor pro ceny elektřiny. Za současné složité geopolitické situace jsou však patrné zřetelné snahy čím dál více upřednostňovat výdaje na obranu. Mnohdy ambiciózní klimatické cíle tak za současného globálního sentimentu mohou být částečně upozaděny, modifikovány či posunuty v čase. Část evropského politického spektra může mít navíc podle našeho názoru tendenci upravit, zregulovat systém obchodování s emisními povolenkami s cílem zkorigovat jejich ceny. To vše v budoucnu může vytvářet negativní tlaky na ceny elektřiny. Radikálnější zásahy, jako např. zastropování cen povolenek pak může podle našich odhadů srazit tržní ceny elektřiny i v řádu 10 – 20 EUR. Na druhou stranu vzdání se klimatických cílů podle našeho názoru není reálné, ze strany EU stále bude patrný tlak na postupné snižování emisí skleníkových plynů. Jen za současné situace, a rovněž při zohlednění jejich aktuální relativně vyšší cenové hladiny pohybující se v rozmezí 70 – 80 EUR, vnímáme emisní povolenky jako určitý rizikový faktor pro ceny elektřiny. Proto v konečném důsledku odhadujeme, jak uvádíme výše, střednědobou prodejní cenu elektřiny ČEZu mírně pod úroveň 90 EUR. K tomu, aby se ceny dostávaly k hranici 100 EUR, bychom potřebovali vidět zřetelnější impulsy ze strany emisních povolenek. A ty v tuto chvíli nespatřujeme.

Dividendová politika

Po rekordním roce 2023 nabrala výplata dividendy negativní směr. Po loňských 52 Kč, letos klesá ke 47 Kč na akcii. V příštím roce nám snižující se ziskovost indikuje dividendu 42 Kč.

V alternativním scénáři vidíme potenciál k udržení dividendy na úrovni 47 Kč.

Absence mimořádné daně posouvá dividendu v roce 2027 na 53 Kč. Střednědobě ji vidíme na úrovni 46 Kč.

Akcie ČEZ se obchodují na vyšších násobcích P/E. Hodnoty 23,3x P/E 2025, resp. 18,4x P/E 2026 převyšují průměr, resp. medián trhu pohybující se kolem 14x.

I na základě konkurenčního srovnání vnímáme akcie ČEZ jako nadhodnocené.

Po rekordní dividendě 145 Kč z roku 2023, kdy se do její výše projevila kombinace skokového nárůstu cen elektřiny, neexistence mimořádné daně a realizace 100% výplatního poměru, má dividendy klesající tendenci. Ziskovost ČEZu začala být regulatorně omezována, ČEZ se navíc začal držet své dividendové politiky vyplácet 60 – 80 % očištěného čistého zisku, resp. realizoval horní hranici rozpětí. Na loňských 52 Kč tak ČEZ letos navázal výplatou ve výši 47 Kč na akcii.

Pokud management společnosti zůstane u realizace horní hrany intervalu, pak dividendy v příštím roce podle našich odhadů (za předpokladu, že ČEZ nebude zestátněn a zůstane na pražské burze) směřuje k úrovni 42 Kč. To by znamenalo, ve vztahu k aktuální ceně akcie v blízkosti 1200 Kč, zhruba 3,5% výnos. Je to náš základní scénář, který vychází z naší predikce letošního očištěného čistého zisku ve výši 28,1 mld. Kč (-11,6 % y/y). Čistá ziskovost by měla být tlumena, jak uvádíme výše, poměrně výrazným navýšením odpisů souvisejícím s akvizicí GasNet. To je ovšem nehotovostní faktor. Vliv akvizice GasNet do samotného free cash flow ČEZu je nicméně výraznější a měl by převyšovat dopad do čisté ziskovosti, dle našeho odhadu o cca 3 mld. Kč (5 – 6 Kč na akcii). Vývoj cash flow by tak v příštím roce měl být nadále solidní a ČEZ by si z našeho pohledu mohl dovolit v roce 2026 ponechat dividendu na meziročně stabilní úrovni. V rámci optimistického scénáře tak v příštím roce vidíme potenciál k udržení dividendy ve výši 47 Kč.

Zajímavěji se dividendy může vyvíjet v roce 2027. S koncem „windfall tax“ čistá ziskovost v příštím roce dle naší predikce zaznamenaná 26% růst na 35,4 mld. Kč, což při uvažovaném 80% výplatním poměru indikuje dividendu 53 Kč na akcii. Dividendový výnos tak stoupá k hladině 4,4 %. Pod tlakem zvyšujících se investic do rozvoje plynových zdrojů, obnovitelných zdrojů energie či distribuční soustavy se nedomníváme, že management bude mít tendence navyšovat výplatní poměr přes hranici 80 %. Na druhou stranu si nemyslíme, že bude nutné ho nějak výrazněji korigovat, když míru zadlužení v roce 2027 stále vidíme v rozumných intencích kolem 2x EBITDA. Námi předpokládaný pokles realizačních cen elektřiny by měl střednědobě tlumit čistou ziskovost k úrovním 31 mld. Kč. Dividendy se pak v roce 2028 podle našeho odhadu opět vrací k sestupnému trendu, a to k hranici 46 Kč.

Konkurenční srovnání

Akcie ČEZ se aktuálně pohybují na vyšších úrovních a nacházejí se v blízkosti dvouletých maxim. Ukazuje to i konkurenční porovnání s evropskými utilitami. Relativní srovnání v rámci ukazatele EV/EBITDA sice ještě kvůli stále poměrně příznivé provozní ziskovosti ČEZu vyznívá nejednoznačně, nicméně i zde, v rámci roku 2026, již diskont vůči trhu prakticky nepozorujeme. Zcela zřetelná je difference v rámci ukazatele P/E. Zatímco akcie níže uvedených evropských energetik se v průměru, resp. dle mediánu obchodují v blízkosti 14x P/E, tak akcie ČEZ se pohybují na úrovni 23,3x P/E 2025, resp. 18,4x námi očekávaného čistého zisku na akcii za rok 2026. Ukazatel P/E tak indikuje nadhodnocenost akcií ČEZ vůči trhu. Letošní rok je ještě zkreslený existencí „windfall tax“, srovnání násobků tedy není tak vypovídající. Nicméně v příštím roce již čistá ziskovost ČEZu nebude zatížena mimořádnou daní, a přesto násobek P/E zůstává výrazně nad trhem. Projevuje se předpokládaný významnější růst odpisů tlumící ziskovost. Vedle toho v posledních měsících pozorujeme i poměrně značnou dynamiku tržní ceny akcie. Kombinace nevýrazné čisté

ziskovosti a poměrně silného růstu ceny akcie je pak příčinou toho, že akcie ČEZ se obchodují na vyšších násobcích P/E ve srovnání s konkurenčními energetikami.

Konkurenční srovnání						
	EV/EBITDA		P/E		EBITDA marže	Dividendový výnos
	e2025	e2026	e2025	e2026	2024	2025
E.ON	8,5	8,5	13,7	14,4	17,5 %	3,5 %
RWE	8,4	7,4	16,6	14,7	24,8 %	3,1 %
Enel	7,1	6,9	11,9	11,6	32,0 %	5,3 %
Engie	5,7	5,8	10,2	10,8	20,6 %	7,4 %
Verbund	8,9	10,2	15,3	19,2	42,1 %	4,3 %
Endesa	7,0	6,8	13,7	13,3	25,1 %	5,0 %
Fortum	10,2	10,8	16,6	18,2	13,2 %	12,5 %
EVN	6,9	6,6	9,9	9,8	26,2 %	3,8 %
Iberdrola	11,0	10,5	17,2	16,7	36,6 %	3,6 %
EDP	8,3	8,2	12,7	12,9	27,8 %	5,4 %
Průměr	8,2	8,2	13,8	14,2	26,6 %	5,4 %
Medián	8,4	7,8	13,7	13,9	25,7 %	4,7 %
ČEZ	6,6	7,8	23,3	18,4	39,9 %	3,9 %

zdroj: Bloomberg, odhady Fio banky

Úvahy nad zestátněním ovlivňují dynamiku tržní ceny akcie

Navzdory nevýraznému fundamentu akcie ČEZ od konce loňského října posílily o téměř 40 % k úrovni přesahující 1200 Kč. Do ceny akcie ČEZu se podle našeho názoru již od loňského podzimu významně projevují politické vlivy, konkrétně spekulace na zestátnění ČEZu, resp. odkup minoritních akcionářů. Zejména hnutí ANO, jenž momentálně vévodí předvolebním průzkumům, je v tomto směru aktivní a dává najevo preferenci dostat ČEZ pod plnou státní kontrolu. Naproti tomu vnímáme, že současná vládní koalice není nakloněna této transformaci společnosti.

Náklady na výkup minoritních podílů odhadujeme v rozmezí 215 – 255 mld. Kč, za předpokladu nabídnuté prémie v intervalu 10 – 30 %. V zásadě existují dvě varianty, jak případnou transakci financovat. Buď odkup provede přímo stát prostřednictvím státního rozpočtu, bariérou však může být stav veřejných financí. Nebo bude odkup realizovat a financovat přímo ČEZ. Varianta, která je některými politickými představiteli zmiňována. Stále relativně nízko zadlužený ČEZ by z našeho pohledu odkup mohl provést, resp. měl by na to finanční kapacitu. Podle našeho názoru by to však bylo na úkor dividendy či utlumení plánovaného rozsáhlejšího investičního programu do modernizace výrobních aktiv, distribuční sítě či rozvoje OZE. Provádět současně odkup, CAPEX program ve vyšších desítkách miliard korun ročně a dividendovou politiku v dosavadních parametrech nevidíme příliš reálně.

Vše se bude zřejmě odvíjet od povolební situace. Povolební rozložení politických sil může napovědět, jakým směrem se bude otázka zestátnění ČEZu ubírat.

Problematika zestátnění ČEZu se vždy většinou akcentovala v souvislosti s výstavbou nových jaderných bloků. Z našeho pohledu však nyní urgentní potřeba odkupu podílů minoritních akcionářů pominula, když nedávno stát od ČEZu získal 80% podíl v jeho dceřiné firmě Elektrárna Dukovany II. Tím tak dostal jaderný projekt pod svůj vliv a vyřešil jeho model financování.

Ocenění společnosti

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 tržních vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. ČEZ díky své velikosti, stále příznivému ratingu a rovněž díky tomu, že se převážně financuje v eurech, je schopen efektivně tlumit náklady financování a dosahovat relativně nízkých úrokových sazeb. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého dluhopisu ČR) a rizikové premie. Základem pro určení rizikové premie je součet rizikové premie USA a rizikové přírážky ČR (zdroj: Damodaran). Riziková premie je upravena koeficientem beta, jenž je měřítkem volatility a systematického rizika.

Tabulka č.7: Model diskontovaného cash flow – základní scénář

mld. Kč	2025	2026	2027	2028
EBIT	75,6	57,3	52,0	51,7
efektivní daňová sazba (%)	21,0	21,0	21,0	21,0
NOPAT	59,7	45,3	41,1	40,8
mimořádná daň	27,0	-	-	-
odpisy	55,0	53,0	51,0	51,0
změna ČPK	2,5	-0,4	-8,3	-5,5
CAPEX	65,0	66,0	70,0	64,0
FCFF	20,3	32,7	30,4	33,3
FCFF(t+1)	34,0			
terminální hodnota (k 1. 1. 2028)	817,0			
enterprise value (k 30. 6. 2025)	763,3			
čistý dluh (k 1. 1. 2025)	202,8			
equity value (k 30. 6. 2025)	560,5			
počet akcií (mil. ks)	536,8			
cílová cena (Kč)	1044			

zdroj: odhady a výpočty Fio banka

Tabulka č.8: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2025	2026	2027	2028
bezriziková výnosová míra (%)	4,00	3,80	3,50	3,50
riziková premie USA (%)	4,23	4,23	4,23	4,23
riziková přírážka ČR (%)	0,80	0,80	0,80	0,80
riziková premie celkem (%)	5,03	5,03	5,03	5,03
beta	0,77	0,77	0,77	0,77
náklady vlastního kapitálu (%)	7,87	7,67	7,37	7,37
náklady cizího kapitálu (%)	3,30	3,50	3,70	3,60
efektivní daňová sazba (%)	21,0	21,0	21,0	21,0
náklady CK po zdanění (%)	2,61	2,77	2,92	2,84
váha vlastního kapitálu	0,73	0,72	0,74	0,73
váha cizího kapitálu	0,27	0,28	0,26	0,27
WACC (%)	6,47	6,28	6,20	6,16

zdroj: odhady a výpočty Fio banka, Bloomberg

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.

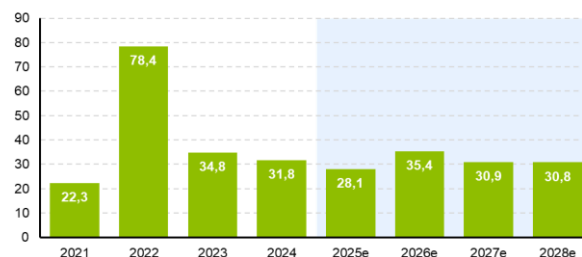
Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů					
pokračující růst	WACC				
	5,76%	5,96%	6,16%	6,36%	6,56%
1,6%	1039	986	936	891	850
1,8%	1101	1042	988	938	893
2,0%	1170	1104	1044	990	940
2,2%	1246	1172	1106	1046	992
2,4%	1331	1249	1175	1109	1049

zdroj: odhady Fio banka

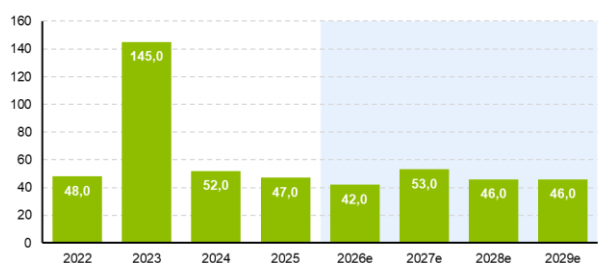
Grafický přehled

EBITDA ČEZ
(v mld. Kč)

Zdroj: ČEZ, zpracování a projekce Fio banka

Očištěný čistý zisk ČEZ
(v mld. Kč)

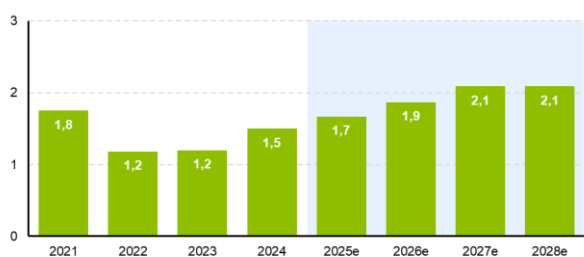
Zdroj: ČEZ, zpracování a projekce Fio banka

Dividenda ČEZ
(Kč na akcii)

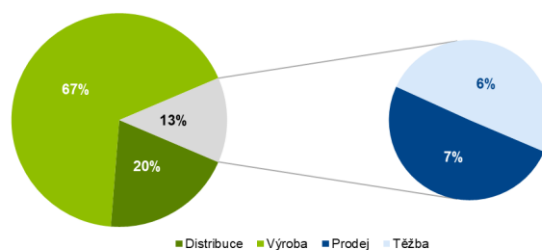
Zdroj: ČEZ, zpracování a projekce Fio banka

Prodejní ceny silové elektřiny ČEZ
(EUR/MWh)

Zdroj: ČEZ, zpracování a projekce Fio banka

Čistý dluh ČEZ

Zdroj: ČEZ, zpracování a projekce Fio banka

EBITDA ČEZ
dle segmentů za rok 2024 (podíl na celku, v %)

Zdroj: ČEZ, zpracování Fio banka

Jan Raška

Fio banka, a.s.

analytik

jan.raška@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 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 reprodukování 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 ČEZ naleznete na internetových stránkách <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 akci 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/ipa-a-ostatni>.

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