

# ČEZ A.S.

## AKCIONÁŘI DOSTÁVAJÍ ZPĚT, CO JIM PATŘÍ

14.4.2008

ČEZ a.s.

Utility

**Nové doporučení: KOUPIŤ**

Předchozí doporučení: DRŽET (2.10.07)

**Nová cílová cena: 1 415 CZK**

Předchozí cílová cena: 1 245 CZK

### Základní informace

Datum	14.4.2008
Cena akcie (11.4.08)	1 210 CZK
Vydaných akcií	592,2 mil. ks
Tržní kapitalizace	718 mld. CZK
52 týdenní max.	1 435 CZK
52 týdenní min.	946 CZK
Beta	1,10
Váha v PX	24,7%

### Akcionářská struktura

MF ČR	65,2%
ČEZ	9,8%
Free float	25,0%

### Poměrové ukazatele

	2007	2008E	2009E
PE ratio	17,4x	14,7x	12,7x
EV/EBITDA	9,8x	8,2x	7,2x
ROAE	18,8%	18,0%	19,9%
EBITDA marže	43,2%	43,1%	45,1%
NI marže	24,5%	22,8%	24,5%

### Vývoj kurzu akcie ČEZ



Zdroj: Bloomberg

## SUMMARY

- Od naší poslední revize doporučení pro akcie společnosti ČEZ (2.10.2007) byly mimo jiné zveřejněny hospodářské výsledky za rok 2007, byl téměř dokončen zpětný odkup 10% vlastních akcií, firma změnila parametry dividendové politiky a zveřejnila aktualizovaný výhled hospodaření pro následující dva roky.
- Z hlediska vnějších faktorů proti sobě stály dvě hlavní síly: na jedné straně negativní sentiment na finančních trzích plynoucí z USA, na straně druhé pokračující silná poptávka po energiích ve světě i v regionu střední Evropy. Kromě toho se opět rozvířila diskuse nad fungováním systému obchodování s emisními povolenkami pro období po roce 2012 s návrhem Evropské komise od roku 2013 již nealokovat žádné povolenky pro emitenty emisí v EU zdarma. Konečná podoba systému přitom zásadně ovlivní ceny elektrické energie i strukturu výroby v regionu a bude významně vstupovat i do ocenění akcií evropských utilit.
- V našem oceňovacím modelu jsme kromě výše zmíněných faktorů zohlednili či aktualizovali také nejčerstvější makroekonomické údaje (HDP, inflace), vývoj úrokových sazeb či neočekávaně silnou apreciaci české koruny.
- Hlavními faktory, které vedly ke zvýšení cílové ceny na 1415 Kč, byla změna (zvýšení) predikce cen elektřiny, vyšší dividendový výplatní poměr, mírná úprava očekávaného čistého zisku na základě loňských výsledků a také úprava struktury výroby elektrické energie skupiny více směrem k nukleárním zdrojům dle guidance firmy ČEZ.
- Při dodržení stejného oceňovacího postupu jako v předchozích analýzách (2/3 cílové ceny dle modelu diskontovaného cash-flow a 1/3 dle srovnávací analýzy) jsme zvýšili roční cílovou cenu akcií ČEZ na 1415 Kč. To představuje 17% potenciál růstu ve srovnání s aktuální tržní cenou a proto zvyšujeme investiční doporučení pro akcie ČEZ z „držet“ na „koupit“.

## HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ZA ROK 2007

- Společnost ČEZ za rok 2007 vykázala tržby ve výši 174,6 mld. Kč, což představovalo 9,4% meziroční nárůst a bylo plně v souladu s naším oceňovacím modelem. Hlad po elektrické energii v regionu střední a východní Evropy a růst velkoobchodních cen více než kompenzoval neobvyklé výkyvy počasí během roku 2007, především nadprůměrně teplý první kvartál roku.

### Porovnání hospodářských výsledků ČEZ s naším DCF modelem

Mld. Kč	Tržby	EBITDA	EBIT	Čistý zisk
<b>Skutečnost 2007</b>	<b>174,6</b>	<b>75,3</b>	<b>53,2</b>	<b>41,6</b>
<b>Model CYRRUS</b>	<b>174,7</b>	<b>75,0</b>	<b>53,1</b>	<b>42,3</b>

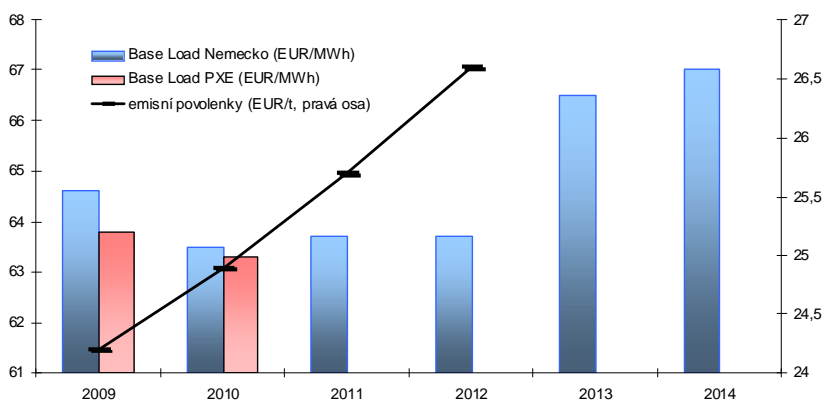
Zdroje: ČEZ a.s., CYRRUS, a.s.

- Na provozní úrovni si ČEZ i v loňském roce udržel vysoce nadprůměrné marže a prokázal efektivní kontrolu nákladů. EBITDA marže dosáhla 43,2% a EBIT marže 30,5%, což mírně překonalo naše predikce. Úroveň čistého zisku ve výši 41,5 mld. Kč negativně ovlivnily některé změny v účtování a nemuseli jsme kvůli nim zasahovat do modelu.
- Z celkového pohledu byl dopad na konci února zveřejněných hospodářských výsledků skupiny ČEZ na naše ocenění mírně pozitivní, především díky lehkému zvýšení provozních marží.

## CENY ENERGIÍ A EMISNÍCH POVOLENEK

- V našem posledním updatu cílové ceny akcií ČEZ jsme mírně zvýšili projekci cen elektrické energie pro příští roky. V té době se barel severomořské ropy Brent prodával za necelých 80 dolarů. V posledním půlroce se nicméně cena ropy Brent v průměru obchoduje za 94 USD/bbl a aktuálně nad hranici 100 USD/bbl. Velmi podobný vývoj lze pozorovat u dalších komodit, jako je například cena uhlí.
- Samotné ceny elektrické energie se pohybují v silné pozitivní korelaci s cenami výše uvedených komodit. Cena elektřiny na lipské burze aktuálně dosahuje rekordních úrovní v okolí 65 EUR/MWh a současné ceny futures kontraktů ukazují, že trh očekává i v dalších letech růst cen elektrické energie v oblasti střední Evropy (viz graf níže).
- Jedním z důvodů těchto očekávání je i vývoj v oblasti obchodování s emisními povolenkami. Klíčovou roli zde hrají jednání o novém nastavení systému pro období po roce 2012. Návrh Evropské komise počítá s tím, že povolenky by již nebyly distribuovány bezplatně, což by mělo pochopitelně značný dopad na celý trh s elektrickou energií v Evropě. Je pravděpodobné, že část nákladů na emisní povolenky by si musely firmy včetně ČEZ „vzít na své triko“, tedy snížit marže (jinými slovy, do cen elektřiny by nebyly schopny promítnout celou porci zvýšených nákladů na nákup povolenek). Na druhou stranu my předpokládáme, že konečná podoba systému obchodování od roku 2013 bude spíše kompromisem mezi současným přidělovým systémem a návrhem Komise. V našem modelu proto pracujeme právě s takovou variantou.

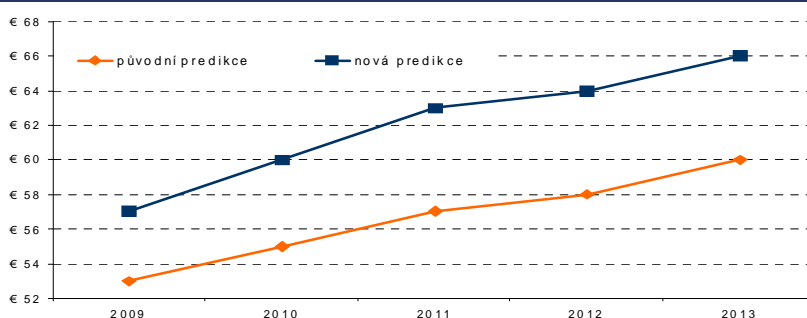
Ceny futures kontraktů na elektřinu a emisních povolenek



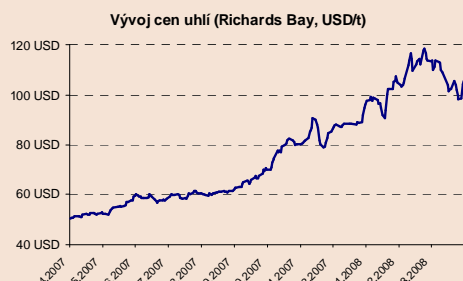
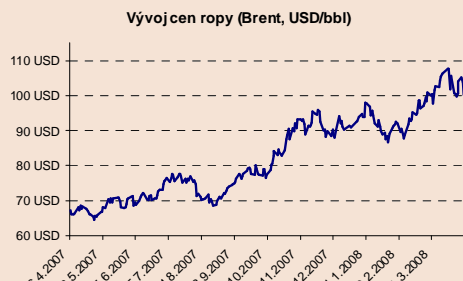
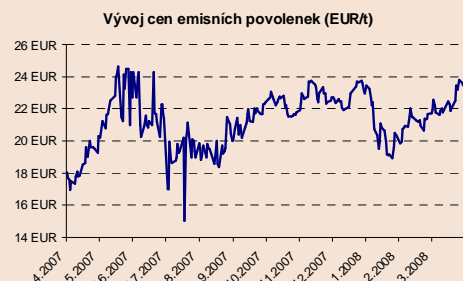
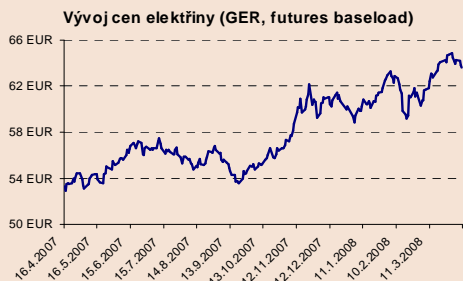
Zdroje: Bloomberg, CYRRUS, a.s

- Z výše uvedeného grafu je patrné, že trh již částečně počítá se zpřísněním systému obchodování s emisními povolenkami od roku 2012. To je patrné jednak na cenách emisních povolenek v letech 2010-2012, kde pozorujeme růst cen. Jedním z důvodů je zřejmě právě výše zmíněné očekávání. Emisní povolenky je totiž možné rolovat do příštích let a do určité míry se jimi tedy předzásobit. Podobná očekávání jsou patrná i z cen futures kontraktů na elektrickou energii na lipské burze, kde pozorujeme výrazný nárůst cen od roku 2013.

Změna predikce velkoobchodních cen elektrické energie (EUR/MWh)



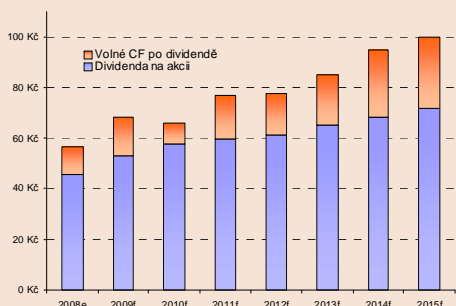
Zdroj: CYRRUS, a.s



## DIVIDENDA A ZPĚTNÝ ODKUP AKCIÍ

- Společnost ČEZ na sklonku minulého roku oznámila a při celoročních výsledcích potvrdila změnu dividendové politiky. Dosavadní výplatní pásmo v rozmezí 40-50% čistého zisku bylo zvýšeno na 50-60% čistého zisku.
- Tato změna podle našeho názoru odpovídá silné generaci volného cash-flow a ubývajícím akvizičním možnostem. Současná a především očekávaná ekonomická výkonnost firmy je podle nás příznivá pro tuto změnu dividendové politiky a zároveň znamená, že ČEZ odstranil jednu z mála slabín, na které ve srovnání s jinými firmami z odvětví někteří investoři poukazovali – tedy podprůměrný dividendový výnos.

Očekávaný vývoj dividend a volného cash-flow



Zdroj: CYRRUS a.s.

Změna očekávané výše dividend

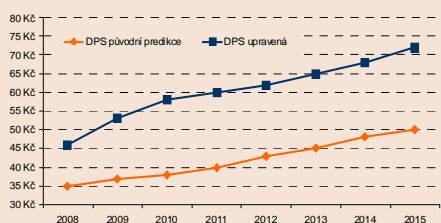
	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
DPS původní (Kč)	35,0	37,0	38,0	40,0	43,0	45,0	48,0	50,0
DPS upravená (Kč)	46,0	53,0	58,0	60,0	62,0	65,0	68,0	72,0
DY původní (%)	2,9%	3,0%	3,1%	3,3%	3,5%	3,7%	3,9%	4,1%
DY upravený (%)	3,8%	4,3%	4,7%	4,9%	5,1%	5,3%	5,6%	5,9%

Pozn. DPS = dividenda na akcii, DY = dividendový výnos

Zdroj: CYRRUS a.s.

- Zvýšené dividendové výplatní pásmo (které již platí pro dividendu z loňského zisku) spolu s mírně zvýšenou projekcí čistých zisků pro následující roky (viz výše) vyústilo v návrh dividendy za rok 2007 ve výši 40 Kč na akcii. To představuje zdvojnásobení vyplacené dividendy ve srovnání s rokem předchozím a aktuálně znamená 3,3% dividendový výnos. Zároveň se jedná o dividendu na horní hranici výplatního pásma, my jsme očekávali dividendu ve výši 37 Kč.
- V našem modelu z října 2007 jsme na základě výše uvedených informací upravili predikci dividend pro následující roky (viz tabulka nahoře). V predikci v průměru počítáme s výplatním poměrem 55%.
- Kromě dividendy firma od loňského roku vrací investorům hotovost ve formě zpětného odkupu vlastních akcií. Současný program je prakticky ukončen, když firma již odkoupila cca 9,5% vlastních akcií. Management firmy však v minulých dnech potvrdil naše očekávání, že nedostatek akvizičních příležitostí (resp. realizovaných akvizic) přijme firmu k prodloužení buybacku i na další období.
- Předpokládáme, že na valné hromadě, která se bude konat 21. května 2008, akcionáři odsouhlasí další zpětný odkup. Podle našeho názoru bude opět schválen ve výši 10% celkového počtu akcií s tím, že tentokrát ovšem lze očekávat méně pravidelný odkup a celková suma se nemusí vyšplhat až na zmíněných 10% v závislosti na tom, jak se bude firmě dařit v oblastech akvizic.

Změna predikce dividendy na akcii



Zdroj: CYRRUS a.s.

Predikce volného cash-flow po výplatě dividend

	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
FCFE na akcii (Kč)	56,7	68,4	65,8	76,6	77,7	85,2	95,0	99,7
DPS (Kč)	45,7	53,1	57,9	59,7	61,3	65,1	68,4	71,8
FCFE (mil. Kč)	30 412	36 656	35 290	41 058	41 636	45 659	50 923	53 453
Dividendy vyplacené (mil. Kč)	21 888	24 480	28 455	31 056	31 992	34 898	36 643	38 475
FCFE výnos (%)	4,6%	5,6%	5,4%	6,3%	6,3%	7,0%	7,8%	8,1%
Dividendový výnos (%)	3,7%	4,3%	4,7%	4,9%	5,0%	5,3%	5,6%	5,9%
DPS/FCFE	80,5%	77,6%	88,0%	77,9%	78,9%	76,4%	72,0%	72,0%
volný cash po výplatě dividend (mil. Kč)	8 524	12 175	6 835	10 002	9 644	10 762	14 280	14 978

Pozn. FCFE – volný cash-flow pro akcionáře.

Zdroj: CYRRUS a.s.

- Z výše uvedené tabulky je patrné, že při současném nastavení dividendové politiky firma vyplácí přibližně 75% volného cash-flow na dividendách. To vše za předpokladu průměrných ročních investic ve výši cca 40 mld. Kč a relativně stabilní míry zadlužení. V případě nižších proinvestovaných částek bude mít ČEZ volných peněz pro zpětný odkup akcií samozřejmě více, to stejné platí i v případě růstu míry zadlužení, kde má stále ČEZ ještě značný prostor (poměr čistého dluhu k EBITDA vzrostl z 0,3x na 1,0x, což je však stále poměrně výrazně pod sektorovým průměrem).
- Celkově považujeme kombinaci vyšších dividend a pokračujícího zpětného odkupu akcií činí z akcií ČEZ i pro následující období za zajímavou investiční příležitost.

## ZMĚNA CÍLOVÉ CENY A DOPORUČENÍ

- Pro stanovení cílové ceny jsme použili stejně jako v minulých analýzách model diskontovaných cash-flow (DCF) doplněný o srovnávací analýzu.
- V modelu DCF jsme učinili několik změn. Pro zopakování se jedná o:
  - Úpravu predikce velkoobchodních cen elektřiny.
  - Úpravu dividendové politiky.
  - Započítání zrušení odkoupených akcií.
  - Změny v systému obchodování s emisními povolenkami.
  - Výhledy struktury výroby ČEZ prezentované managementem.
  - Úpravy směnných kurzů.
  - Další drobné úpravy ve výnosech a nákladech.
- Předpoklady modelu DCF jsou uvedeny v následující tabulce:

Předpoklady modelu DCF	
risk-free rate	4,8 %
premium to equity	5,0 %
beta	1,1
long-term real GDP growth	3,0 %
long-term inflation rate	2,5 %
Discount rate	10,2%

*Zdroj: CYRRUS, a.s.*

- Z výše uvedených předpokladů vychází následující model DCF:

Aktualizovaná cílová cena dle modelu diskontovaných cash flow								
mil. Kč	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Net income	44 510	51 737	56 465	58 168	59 697	63 450	66 623	69 954
Depreciation	22 854	23 436	23 213	24 124	24 003	24 027	23 979	24 099
Working capital change	-3 098	-208	-13	-9	18	-37	537	-1 087
CAPEX	33 500	38 000	42 000	44 000	42 500	42 500	42 000	42 000
principal repayments	6 741	10 504	15 526	11 138	12 530	12 780	12 141	12 263
new debt for financing	6 388	10 195	13 151	13 913	12 948	13 500	15 000	14 750
terminal value								1 212 741
FCFE	30 412	36 656	35 290	41 058	41 636	45 659	50 923	1 266 194
Discounted FCFE	27 609	30 211	26 406	27 891	25 677	25 564	25 883	584 284
Discounted FCFE per share	51,5	56,4	49,3	52,0	47,9	47,7	48,3	1 090,2
NPV		773 526						
NPV per share		1 443						

*Zdroj: CYRRUS, a.s.*

- Na základě srovnání hodnot EV/EBITDA u peer-group (viz úvodní analýza) jsme při předpokladu ocenění akcií ČEZ na úrovni odvětví stanovili cílovou cenu 1358 Kč. Nižší cílová cena než vychází z modelu DCF je odrazen současnou situací na trzích, konkrétně nižšího ocenění celého sektoru utilit v souvislosti s probíhající hypoteční krizí. Je třeba také zdůraznit, že ocenění akcií ČEZ na úrovni průměru odvětví považujeme vzhledem k jeho fundamentům za velmi konzervativní, při prémii 5% se již dostáváme na cenu 1422 Kč.

Aktualizovaná cílová cena dle EV/EBITDA				
prémie	EV/EBITDA 2009E (x)	EBITDA 2009E (mil. Kč)	Fair EV (mil. Kč)	Fair Price (Kč/a)
-10%	7,0	98 126	687 328	1 229
-5%	7,4	98 126	725 513	1 293
0%	7,8	98 126	763 698	1 358
5%	8,2	98 126	801 882	1 422
10%	8,6	98 126	840 067	1 487

*Zdroj: CYRRUS, a.s.*

- Na základě stejného principu, jako v předešlých analýzách (2/3 cílové ceny z DCF, 1/3 z EV/EBITDA) stanovujeme novou cílovou cenu ve výši 1415 Kč, což je o 17% více než činí aktuální tržní cena 1200 Kč a o 13,7% nad předchozí cílovou cenou 1245 Kč.
- Z tohoto důvodu měníme naše investiční doporučení pro akcie ČEZ z předešlého „držet“ na „koupit“.

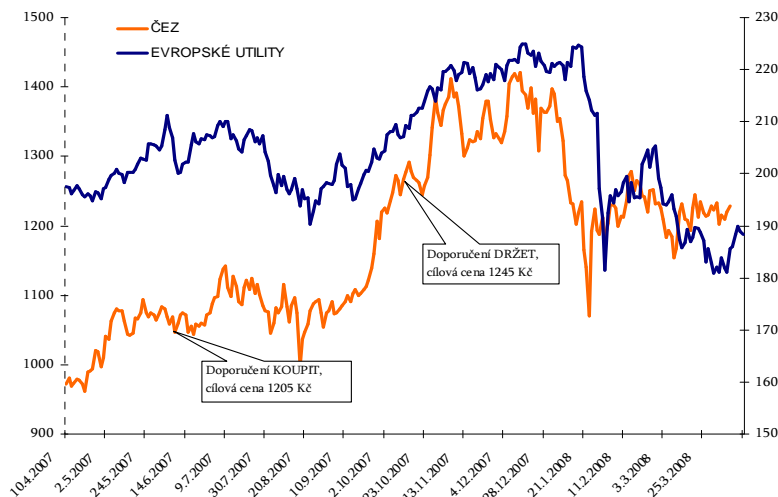
## ZKRÁCENÉ FINANČNÍ VÝKAZY A ZÁKLADNÍ UKAZATELE

### Zkrácený výhled účetních výkazů a poměrových ukazatelů

Výsledovka mln. Kč	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f
Tržby	200,6	217,5	223,3	229,0	233,3
Provozní náklady	136,8	142,7	145,7	150,6	154,3
EBITDA	86,4	98,1	100,5	102,3	102,7
EBIT	63,6	74,7	77,3	78,2	78,7
Zisk před zdaněním	58,7	67,4	73,6	74,8	76,8
Zisk po zdanění	44,5	51,7	56,5	58,2	59,7
<b>Rozvaha</b> mln. Kč	<b>2008e</b>	<b>2009f</b>	<b>2010f</b>	<b>2011f</b>	<b>2012f</b>
Fixní aktiva	326,6	308,4	342,9	349,9	352,6
Oběžná aktiva	101,4	117,6	132,5	148,0	165,1
Aktiva celkem	428,0	426,0	475,5	497,9	517,7
Vlastní kapitál	260,7	259,0	312,0	338,1	359,8
Cizí zdroje	167,3	167,0	163,4	159,8	157,9
Pasiva celkem	428,0	426,0	475,5	497,9	517,7
<b>Poměrové ukazatele</b>					
ROAE (%)	18,0%	19,9%	19,8%	17,9%	17,1%
ROAA (%)	15,4%	17,1%	16,6%	15,7%	14,9%
ROIC (%)	19,8%	21,0%	19,1%	18,0%	17,4%
EBITDA marže (%)	43,1%	45,1%	45,0%	44,7%	44,0%
EBIT marže (%)	31,7%	34,3%	34,6%	34,2%	33,8%
Net Income marže (%)	22,8%	24,5%	26,0%	26,1%	26,3%
P/E (x)	14,7	12,7	11,6	11,3	11,0
P/BV (x)	2,8	2,8	2,3	2,1	2,0
P/Sales (x)	3,6	3,3	3,2	3,2	3,1
EV/EBITDA (x)	8,2	7,2	6,9	6,7	6,4

Zdroj: CYRRUS, a.s.

### Vývoj ceny akcie ČEZ a indexu evropských utilit



Zdroje: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

### Analýza citlivosti modelu DCF na změnu parametrů růstu a diskontní sazby

Discount Rate		Nominal GDP growth to infinity				
		4,5	5,0	5,5	6,0	6,5
9,0	9,0	1 580	1 732	1 927	2 187	2 550
	9,5	1 418	1 536	1 682	1 871	2 123
	10,2	1 250	1 337	<b>1 443</b>	1 575	1 742
	10,5	1 175	1 250	1 340	1 541	1 588
	11,0	1 082	1 143	1 216	1 303	1 410

Zdroj: CYRRUS, a.s.

**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka  
Jan Procházka  
Karel Potměšil  
Lucie Kundrátová  
Ondřej Moravanský

Head of Research  
Chief Analyst  
Senior analytik  
Analytik  
Analytik

[hatlapatka@cyrrus.cz](mailto:hatlapatka@cyrrus.cz)  
[prochazka@cyrrus.cz](mailto:prochazka@cyrrus.cz)  
[potmesil@cyrrus.cz](mailto:potmesil@cyrrus.cz)  
[kundratova@cyrrus.cz](mailto:kundratova@cyrrus.cz)  
[moravansky@cyrrus.cz](mailto:moravansky@cyrrus.cz)

Banky, energetika, zahr. trhy  
Energetika, letecká doprava  
Farmacie, development  
Petrochemie, spotřební zboží  
Telekomunikace, IT, média

**Trading & Sales:**

Pavel Pikna  
Kamil Kricner

Brno  
Praha

[pikna@cyrrus.cz](mailto:pikna@cyrrus.cz)  
[kricner@cyrrus.cz](mailto:kricner@cyrrus.cz)

**Portfolio management:**

Tomáš Machalický  
Jindřich Rovný

Brno  
Praha

[machalicky@cyrrus.cz](mailto:machalicky@cyrrus.cz)  
[rovny@cyrrus.cz](mailto:rovny@cyrrus.cz)

**Corporate finance:**

Tomáš Kunčický

Brno

[kuncicky@cyrrus.cz](mailto:kuncicky@cyrrus.cz)

**Výhrada (disclaimer):**

Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. („BCPP“) a podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

**Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):**

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCPP. Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na [www.cyrrus.cz](http://www.cyrrus.cz).

**BRNO**

Veveří 111 (Platinum)  
616 00 Brno  
Tel.: +420 538 705 711

**PRAHA**

Radlická 14, Anděl Park  
150 00 Praha 5, Smíchov  
Tel.: +420 221 592 361