



Marek Hatlapatka
analytik
hatlapatka@cyrrus.cz

ČEZ a.s.

RŮSTOVÝ PŘÍBĚH POKRAČUJE

CYRRUS Equity Research
14.6.2007
ČEZ a.s.
Electric utility
Doporučení: KOUPIT
Cílová cena: 1 205 CZK

Základní informace

Datum	13. 6. 2007
Cena akcie	1 073 CZK
Vydaných akcií	592 mil. ks
Tržní kapitalizace	624 mld. Kč
52 týdenní max.	1095 CZK
52 týdenní min.	516 CZK
Beta	1,1
Váha v PX	27,5 %

Akcionářská struktura

MF ČR	67,6%
Free float	32,4%

Poměrové ukazatele

	2006	2007E	2008E
PE ratio	22,0	17,9	14,6
EV/EBITDA	10,1	8,6	7,4
EPS	48,3	59,3	73,0
DPS	20,0	25,2	31,7
ROE	14,3	16,2	18,0
ROA	11,5	12,8	14,7

Vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

Společnost ČEZ patří k nejdynamičtěji rostoucím elektrárenským společnostem v Evropě. Příznivé výchozí podmínky dané silnou pozicí na domácím trhu a minimálním zadlužením se v minulých letech odrazily v nákupním apetitu managementu firmy na okolních trzích ve střední a východní Evropě. Díky těmto akvizicím a stále většímu hladu evropských ekonomik po elektrické energii se podařilo ČEZu proniknout mezi deset největších elektrárenských utilit v Evropě. V současné době je v centru pozornosti investorů především zpětný odkup akcií ČEZ, který probíhá od konce dubna letošního roku a prodej sedmiprocentního státního podílu ve společnosti.

Silný růst tržeb i zisků společnosti ČEZ je v poslední době tažen poměrně razantní konvergencí českých cen elektrické energie k cenám německým, podporován stále zřetelnějším převisem poptávky po elektřině nad její nabídkou v celém regionu střední a východní Evropy. ČEZ má z tohoto pohledu velmi výhodnou pozici na trhu jednak díky své geografické poloze, jednak díky příznivé struktuře výroby. Ta spočívá především na jaderných a uhelných elektrárnách, jejichž kapacita vzhledem k domácí spotřebě je (zatím) poměrně vysoká a umožňuje ČEZu jako jedné z mála evropských utilit participovat na vysokých cenách elektřiny díky exportu. Vysoká poptávka v regionu zmíněná výše navíc znamená pro ČEZ téměř jistotu, že svoji produkci bez problémů na evropských trzích prodá.

Dynamický růst tržeb je umocněn relativně stabilními náklady výroby, v čemž hraje důležitou roli nákup Severočeských dolů a.s., čímž ČEZ internalizoval podstatnou část své lignitové potřeby. V případě značného růstu cen emisních povolenek (či změn pravidel pro jejich přidělování) má ČEZ možnost posílit výrobu elektřiny v jaderných elektrárnách na úkol uhelných a snížit tak objem vypouštěných emisí CO₂. Právě zatím nízké využití kapacity JE Temelín by se v příštích letech mělo stát jedním z hlavních zdrojů dalšího zvyšování efektivity produkce ČEZu a udržení současných vysokých ziskových marží. Zároveň by mělo docházet k větší diverzifikaci tržeb s tím, jak bude růst podíl zahraničních aktiv, konkrétně výroby v Polsku a Bulharsku a distribuce v Bulharsku a Rumunsku. Když k tomu přidáme náš předpoklad i nadále rostoucích cen elektřiny v Evropě a probíhající zpětný odkup akcií, vidíme pro akcie ČEZu i nadále značný růstový prostor.

Ocenění akcií společnosti ČEZ jsme provedli na základě metody diskontování cash flow a doplnili jej srovnáním poměrových ukazatelů s konkurencí. Na základě modelu DCF jsme stanovili roční cílovou cenu akcií ČEZ ve výši 1 189,2 Kč, metodou srovnání s konkurencí vychází cílová cena 1236,3 Kč. Pro stanovení výsledné cílové ceny jsme použili váhu 2/3 pro ocenění dle DCF a 1/3 pro peer group srovnání, čímž jsme dospěli k cílové ceně **1 205 Kč** na akcii. Tato hodnota převyšuje aktuální kurz akcií ČEZ (1073 Kč) o 12,3% a proto doporučujeme akci ČEZ „**KOUPIT**“. Při započtení dividendy za rok 2007 v očekávané výši 25,2 Kč činí očekávaný 12-měsíční výnos akcií ČEZ 15%.

ČEZ se v posledních letech zařadil mezi největší elektrárenské společnosti v Evropě a díky expanzi na zahraniční trhy se stal největší firmou ve střední Evropě

Klíčovým segmentem pro hospodaření ČEZ je výroba o obchod s elektrickou energií

Střední a východní Evropa trpí stále větším nedostatkem elektrické energie, přičemž problém se bude pravděpodobně stále zhoršovat

1. Profil společnosti ČEZ

ČEZ a.s. je vertikálně integrovaná elektrárenská společnost se sídlem v České republice. Management firmy v posledních letech využil přeměny evropského trhu s elektřinou k posílení svého vlivu v regionu střední a východní Evropy a díky několika úspěšným akvizicím v Bulharsku, Rumunsku a Polsku se zařadil po bok nejvýznamnějších evropských hráčů v elektrárenském sektoru. Na domácím trhu zůstává s více než 70% podílem jednoznačně největším výrobcem elektrické energie. Jeho podíl na koncovém trhu kvůli otevření trhu konkurenci podle očekávání klesá, nicméně firma tento pokles více než kompenzuje exportem vyrobené elektrické energie do okolních států. ČEZ v současné době disponuje instalovanou kapacitou 12,3 GW na domácím trhu, v roce 2006 navíc skupina získala díky akvizicím elektráren v Polsku a Bulharsku další 2,1 GW kapacit. Přes 40% elektřiny vyrábí ČEZ v jaderných elektrárnách Temelín a Dukovany a tímto podílem se řadí na vedoucí příčky v Evropě spolu s německým E.ONem a francouzským EdF. Významným krokem ve vertikální integraci společnosti byla koupě Severočeských dolů, čímž si ČEZ zajistit bezpečné a dlouhodobé dodávky uhlí do svých tepelných elektráren. Majoritním vlastníkem ve firmě je stát prostřednictvím Ministerstva financí ČR, jehož podíl je nyní cca 68%. Stát v současné době připravuje prodej části svého podílu ve výši až 7% akcií, díky probíhajícímu zpětnému odkupu 10% akcií ze strany společnosti ČEZ se však podíl státu sníží jen minimálně. Akcie společnosti se obchodují na pražské burze, kde mají nejvyšší váhu v hlavním indexu PX a od loňského roku jsou duálně kótovány také na burze ve Varšavě.

2. Segment Výroba a obchod

Jedná se o klíčový segment pro hospodaření skupiny ČEZ. V roce 2006 se podílel na celkovém provozním zisku EBITDA 68% (43,7 mld. Kč), což jen dokumentuje důležitost pro výkonnost firmy. Zároveň je tato situace velkou předností ČEZu, protože to do značné míry minimalizuje případné negativní dopady nedávného otevření trhu s elektřinou v České republice a dalších okolních zemích. Unbundling spolu se zmíněným otevřením trhu vede logicky k poklesu tržního podílu ČEZu na koncovém trhu (prodej elektřiny domácnostem a firmám, viz kapitola o segmentu distribuce a prodej) kvůli příchodu konkurence. Co je však důležité, na úrovni výroby elektrické energie ČEZu žádná taková konkurence nehrozí.

Výrobní kapacity a poptávka v regionu

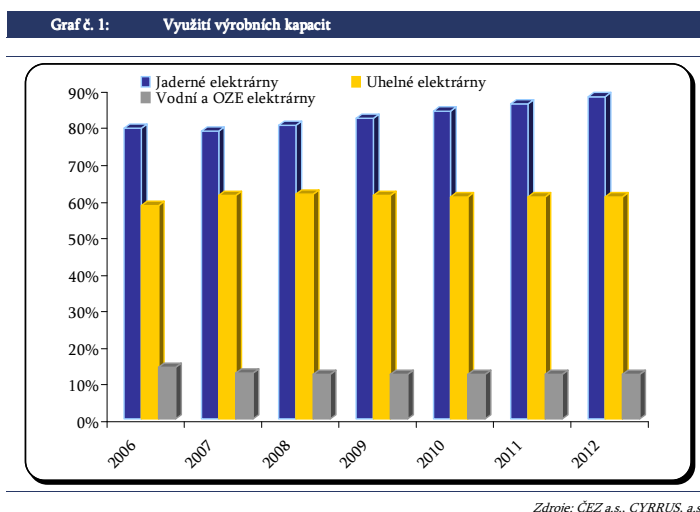
Obecným problémem Evropy, a její střeoevropské části zvláště, je stále akutnější nedostatek výrobních kapacit elektráren. Ten je způsobený na jedné straně stále rostoucí poptávkou po elektřině, na straně druhé téměř absencí výstavby nových elektráren v posledních dvou desetiletích. Poptávka po elektřině neustále roste, i přes stále větší důraz na environmentálně příznivá úsporná opatření. To se zvláště projevuje ve střední a východní části Evropy, kde je silný růst HDP násoben vysokou energetickou náročností ekonomik. Portfolio elektráren je přitom velmi zastaralé a do roku 2020 by mělo být v regionu odstaveno 15-20 GW kapacit elektráren. Jen na Slovensku by mělo být do konce příštího roku uzavřeno 1,5 GW kapacit v elektrárnách Jaslovské Bohunice, Nováky a Vojany a náš východní soused se tak stane čistým dovozcem elektrické energie.

Maďarsko je čistým dovozcem již nyní (cca 17% spotřeby je dováženo) a v Polsku lze očekávat masivní zavírání zastaralých uhelných elektráren v rozsahu 3,5 až 7 GW. V České republice je sice situace relativně nejlepší, nicméně ani zde se nevyhneme tomu, že domácí spotřeba v příštích letech převyší kapacity, které i přes poměrně rozsáhlé investice do obnovy uhelných elektráren ze strany ČEZu nebudou podle našich odhadů někdy okolo roku 2011 dostačovat spotřebě. A to nezmiňujeme situaci na Balkáně (Bulharsko, Rumunsko), která panuje výrazný nedostatek kapacit již nyní.

ČEZ v současné době disponuje instalovanou kapacitou svých elektráren na úrovni 14,4 GW. Oproti roku 2005 se kapacita zvýšila o 2,1 GW díky akvizicím polských uhelných elektráren Elcho a Skawina (celková kapacita 830 MW) a bulharské elektrárny Varna (1,27 GW). Z hlediska struktury kapacit převažují uhelné elektrárny (60% kapacit), nicméně ČEZ patří k evropským utilitám, které mají nejvyšší podíl jaderné energie (spolu s francouzským EDF a německým E.ON) ve svém portfoliu elektráren. Právě u jaderných elektráren přitom v příštích letech očekáváme zvyšování kapacit. Již letos ČEZ oznámil modernizaci turbín v JE Temelín, čímž by měla vzrůst kapacita této elektrárny o 52 MW a do roku 2012 očekáváme další zvýšení kapacit v jaderných elektrárnách o cca 5%. Na druhé straně bude docházet k uzavírání některých zastaralých uhelných elektráren a celková instalovaná kapacita by se tak prakticky v příštích letech neměla dramaticky měnit (očekáváme celkový nárůst kapacity o 1% do roku 2012).

ČEZ zvýšil svoji instalovanou kapacitu nákupem elektráren v Polsku a Bulharsku

Zvýšení využití kapacit jaderných elektráren by mělo být jedním z hlavních motorů růstu tržeb a ziskovosti v příštích letech



Důležitým faktorem rentability v příštích letech bude schopnost společnosti ČEZ zvyšovat využití kapacit svých elektráren. Předpokládáme, že hlavní důraz bude kladen na zvyšování využití kapacit jaderných elektráren, protože ČEZ zřejmě pro období 2008-12 obdrží o 7% méně emisních povolenek než jimiž disponuje v současné době. Snaha o nahrazování uhlí jádrem povede podle našeho názoru ke zvýšení využití kapacit jaderných elektráren ze současných 79,1% (2006) na 88% v roce 2012 a souslednému zvýšení podílu jádra na výrobě elektrické energie společností ČEZ ze 42% na téměř 44%, zatímco podíl uhelných elektráren poklesne do roku 2012 z 54,3% na přibližně 52%. Výroba z obnovitelných zdrojů energie (OZE) podle našeho názoru nikterak dramaticky neporoste a její podíl se bude udržovat na současných úrovních pod 4% celkově vyrobené elektřiny v rámci skupiny ČEZ.

Ta by měla letos vzrůst díky loňským akvizicím elektráren v Polsku a Bulharsku skokově o 8,3% na 70,6 TWh, od roku 2008 potom již očekáváme mírný každoroční nárůst produkce elektřiny o 1% y/y na 74,4 TWh do roku 2012.

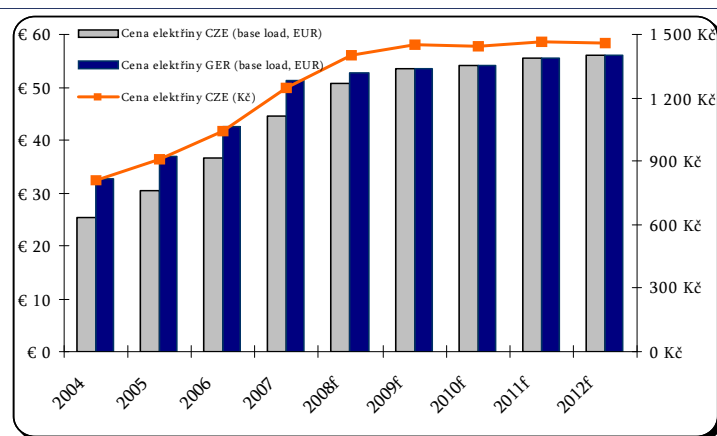
Ceny elektřiny

Ceny elektrické energie na evropských trzích i v ČR jsou stěžejní pro vývoj tržeb i ziskovosti skupiny ČEZ. Je to právě rychlá konvergence českých cen k německým (které jsou díky velikosti trhu a fungující energetické burze v Lipsku), co v posledních letech výrazně popohánělo tržby firmy. Velkoobchodní cena elektřiny byla loňskými aukcemi v ČR stanovena na 1244 Kč za MWh, což je přibližně o 13% pod očekávanou průměrnou cenou elektřiny pro tento rok v Německu (51,3 EUR). Způsob stanovení cen pro rok 2008 je doposud poněkud záhadou, protože očekávaný vznik energetické burzy v Praze zřejmě nabírá na zpoždění a není jisté, zda se podaří burzu zprovoznit během července 2007, tedy do doby, kdy jsou obvykle uzavírány obchody na příští rok. Obecně se očekává, že zavedení energetické burzy povede k urychlení konvergence českých cen k německým a pravděpodobně již letos by mohlo dojít k úplnému vyrovnání. Tato situace se zřejmě příliš nezmění ani v případě, že se burzu spustit v řádném termínu nepovede a elektřina bude i letos prodávána prostřednictvím aukcí. Naše predikce je mírně konzervativní a počítá s tím, že v příštím roce se české

Ceny elektřiny táhnou tržby ČEZu a podle našich predikcí se převis poptávky nad nabídkou elektřiny postará o další růst cen na evropských trzích

Očekáváme, že velkoobchodní ceny elektřiny se pro příští rok téměř vyrovnají s německými a meziročně vzrostou o 12,5% na 1400 Kč za MWh

Graf č. 2: Očekávaný vývoj cen elektřiny v ČR a v Německu



Zdroje: EEX, CYRRUS, a.s.

velkoobchodní ceny velmi přiblíží německým, nicméně stále ještě zůstane mírný (cca 3,5%) rozdíl zachován. Při očekávané ceně v Německu 52,8 EUR za MWh by tak české ceny vzrostly meziročně o 12,5% na 1400 Kč za MWh. Od roku 2009 poté již očekáváme, že budou ceny v ČR a v Německu zcela srovnány.

Druhou otázkou je samotný vývoj cen elektřiny v Německu, resp. v regionu střední a východní Evropy (CEE). Cena elektřiny v Německu vzrostla ve srovnání s rokem 2003 téměř na dvojnásobek, což je způsobeno jednak vývojem na ostatních energetických trzích (ceny ropy a ropných derivátů, uhlí), jednak zavedením systému obchodování s emisními povolenkami (i když zatím příliš nefunkčního) a samozřejmě také stále akutnějším nedostatkem elektřiny v západní Evropě i CEE. Vzhledem k očekávanému vývoji všech těchto determinant predikujeme i pro příští roky růst cen elektrické energie ve střední Evropě, i když nikterak razantní.

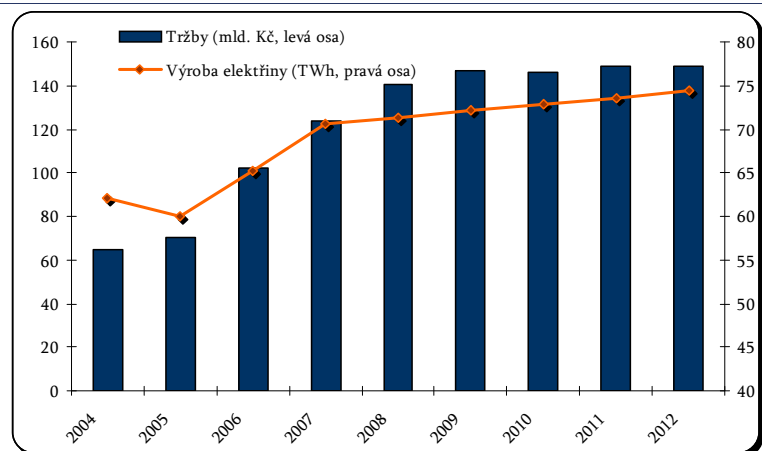
Jednou z největších konkurenčních výhod ČEZu je dostatek výrobních kapacit a možnost vyvážet elektřinu do okolních zemí, především na Slovensko

Podle našeho názoru vzroste velkoobchodní cena elektřiny v Německu a potažmo i u nás na průměrných ročních 56 EUR do roku 2012. Důvodem bude uzavření některých elektráren v regionu (viz podkapitola výrobní kapacity a poptávka v regionu), očekávání stále vysokých cen ropy na světových trzích a v neposlední řadě zpřísnění limitů pro přidělování emisních povolenek od roku 2008. Situace bude zřejmě kritičtější především v jihovýchodní Evropě (Bulharsko, Rumunsko), kde kvůli zastaralosti současných elektráren, absenci výstavby (nebo alespoň reálných plánů) nových zdrojů a nepříznivé geografické poloze očekáváme i nadále relativně prudký růst cen elektřiny. V České republice bude očekávaný růst cen částečně pohlcen posilující korunou.

Tržby segmentu výroba a obchod a možná rizika

Předchozí kapitoly nastínily, že i v příštích letech lze u skupiny ČEZ očekávat pokračování trendu velmi solidního meziročního růstu tržeb. Ten by přitom měl být tažen jak rostoucími cenami, tak i zvyšováním výroby. Právě skutečnost, že Česká republika patří k nemnoha státům střední a východní Evropy, které jsou doposud ve výrobě elektřiny soběstačné a dokonce disponují nadbytkem kapacit, jenž mohou vyvážet do okolních deficitních zemí, patří k předním konkurenčním výhodám společnosti ČEZ. Zvláště poměrně široké hrdlo přeshraničních kapacit

Graf č. 3: Výroba elektřiny a tržby v segmentu Výroba a obchod



Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

mezi ČR a Slovenskem dává ČEZu téměř jistotu, že vyrobenou elektřinu bez problémů prodá, i když tržní podíl firmy na domácím trhu bude pravděpodobně i nadále klesat (viz kapitola o segmentu distribuce a prodej).

Tržby segmentu výroba a obchod by letos měly vzrůst o 21,4% na 124 mld. Kč díky vyšší výrobě a cenám

V letošním roce očekáváme, že tržby segmentu výroba a obchod vzrostou o 21,4% meziročně na 124 mld. Kč (102 mld. Kč v roce 2006). Tento značný nárůst je částečně dán loňskými akvizicemi, které letos přidají podle našich predikcí 7,3 TWh vyrobené elektřiny ve srovnání s 3,1 TWh v roce 2006 (kdy byly konsolidovány je část roku). V dalších letech již očekáváme pouze organický růst tržeb a postupně klesající meziroční tempa růstu z důvodu zpomalování růstu cen a vyššímu využívání kapacit (resp. nižšímu růstu výroby). Do roku 2012 tak očekáváme nárůst tržeb tohoto segmentu k hranici 150 mld. Kč.

K hlavním rizikům nastíněného vývoje patří neočekávaný pohyb cen elektřiny a situace na trhu emisních povolenek

Segment distribuce a prodej je jedinou významným způsobem regulovanou činností skupiny ČEZ

Podíl ČEZu na prodeji elektřiny koncovým zákazníkům klesá, nicméně především u velkých a středních podniků, u nichž má ČEZ nejnižší marže

Tento scénář pochopitelně podléhá určitým **rizikům**:

- Podíváme-li se na samotnou výrobu elektrické energie, tak naše odhady předpokládají, že zvyšování výroby v jaderných elektrárnách bude v souladu s plánem managementu firmy a nebude narušeno významnými neplánovanými odstávkami, zvláště v JE Temelín;
- Vzhledem k očekávaným cenám emisních povolenek od roku 2008 (mezi 20 až 30 EUR za tunu emisí CO₂) je schopnost ČEZu více využívat jaderné elektrárny nezbytným předpokladem pro námi očekávaný vývoj tržeb segmentu výroba a obchod. Samozřejmě i cena zmíněných emisních povolenek může nečekaným způsobem kolísat a přidávat tak další nejistotu pro naše predikce;
- Podobná situace panuje v otázce budoucího vývoje cen elektrické energie. Například nečekaný pokles cen ropy a následně jejich derivátů může vést k poklesu cen elektřiny a následně negativně ovlivnit tržby skupiny ČEZ.

3. Segment Distribuce a prodej

Distribuce zůstává jedinou významným způsobem regulovanou součástí byznysu společnosti ČEZ. Regulace je v současné době založena na metodě „revenue cap“, tedy stanovení maximální míry návratnosti RAB (Regulatory Asset Base) v nominálním vyjádření. Do reálné míry návratnosti tedy ještě podstatným způsobem vstupuje míra inflace (PPI). Regulaci provádí Energetický regulační úřad (ERÚ), který pro období 2005-09 stanovil míru návratnosti (dle WACC) na 7,96% v nominálním vyjádření před zdaněním. Pro příští období očekáváme stanovení WACC na přibližně shodné úrovni, což ovšem při očekávané vyšší inflaci (předpokládáme CPI na průměrné úrovni 2,5%) povede ke snížení reálné míry návratnosti pod 5,5%. Tato hodnota je přitom ve srovnání s ostatními státy EU spíše podprůměrná. Na druhou stranu růst RAB díky přecenění aktiv by měl vést k celkovému mírnému zvyšování tržeb v segmentu distribuce (očekáváme 1% roční tempo růstu tržeb do roku 2012).

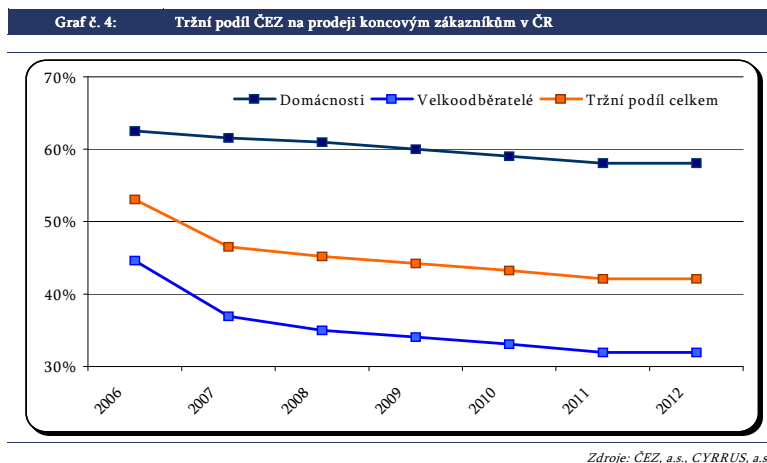
Podíl společnosti ČEZ na prodeji elektřiny koncovým zákazníkům v ČR klesá. Důvodem je otevření trhu konkurenci, které podle očekávání vedlo k odlivu především firemních zákazníků z řad velkých a středních společností. Podíl společnosti ČEZ v tomto segmentu klesl v roce 2006 na 45% a v příštích letech očekáváme jeho další snižování až na 32% v roce 2012. Předpokládáme, že právě okolo hodnot 30% by se měl tržní podíl ČEZu stabilizovat. Důležité je v tomto směru upozornit, že segment velkých a středních podniků je pro ČEZ nejméně přitažlivý kvůli relativně nižším maržím. V Segmentu malých podniků a domácností je situace odlišná. V souladu se zkušenostmi z otevření trhu v některých zemích západní Evropy neočekáváme dramatický odliv této skupiny zákazníků a tržní podíl ČEZu by tak měl zůstat bezpečně nad 50% (my očekáváme pokles z 63% na 58% do roku 2012). Celkově tak tržní podíl ČEZ na českém koncovém trhu s elektrickou energií poklesne z 53% v roce 2006 na 42% v roce 2012.

Tržby v segmentu distribuce a prodej by měly v příštích dvou letech růst díky vyšším maržím, poté očekáváme spíše stagnaci, která však bude kompenzována nárůstem tržeb v Bulharsku a Rumunsku

Tržní podíl ČEZu na koncovém trhu v ČR by se měl stabilizovat v blízkosti úrovně 40%

Rizika v tomto segmentu spočívají především v regulačních opatřeních na domácím trhu i v zahraničí

V souladu s managementem očekáváme mírné zvýšení marží u prodeje elektřiny na 7,5% v letech 2008-2009 a poté jejich pokles na úroveň 6,5%, tedy blíže hodnotám obvyklým v západní Evropě. Tržby v segmentu distribuce a prodej by tak měly v letošním a příštím roce vzrůst o 6,4% resp. 6,9% y/y, nicméně poté očekáváme jejich stagnaci resp. v některých letech dokonce mírný pokles. Ten bude ovšem kompenzován růstem tržeb v zahraničních divizích v Bulharsku a Rumunsku. Ty již nyní tvoří téměř třetinu tržeb celého segmentu distribuce a prodej a díky očekávanému solidnímu růstu tržeb v obou zemích bude jejich podíl i nadále růst až na očekávaných 38% v roce 2012. Především v Bulharsku očekáváme, že tržby díky růstu spotřeby elektřiny porostou poměrně rychlým tempem a v roce 2012 dosáhnou 16,5 mld. Kč (v roce 2006 činily 12,2 mld. Kč). V Rumunsku očekáváme růst tržeb ve stejném období z 10,9 mld. Kč na 14 mld. Kč. Celkově tedy předpokládáme, že tržby v rámci segmentu distribuce a prodej dosáhnou v letošním roce 98,4 mld. Kč (vloni 93 mld. Kč) a v roce 2008 přesáhnou 100 mld. Kč.



Rizika těchto předpokladů spočívají především v těchto faktorech:

- Regulace míry návratnosti RAB – regulační úřad může v rozporu s našimi předpoklady výrazněji snížit maximální míru návratnosti RAB s příslušným negativním dopadem na tržby z distribuce elektrické energie;
- Pokles podílu ČEZu na koncovém trhu v ČR – případný vyšší než námi očekávaný odliv konečných zákazníků ke konkurenci může negativně postihnout tržby z prodeje elektřiny;
- Nižší marže u prodeje elektrické elektřiny – nečekaný pokles marží z prodeje elektrické energie může mít obdobné dopady jako vyšší pokles počtu koncových zákazníků;
- Rizika v zahraničí – tržby z distribuce a prodeje v Bulharsku a Rumunsku budou hrát stále větší roli v rámci tržeb celé skupiny. Rizika přitom mohou plynout například z turbulencí ve směnných kurzech mezi měnami těchto zemí a českou korunou nebo z nejrůznějších potíží souvisejících s deregulací místních energetických trhů.

Důležitým krokem pro zajištění dodávek uhlí byla koupě Severočeských dolů a.s., díky čemuž firma do značné míry internalizovala své surovinové náklady

Výroba tepla má pro tržby a budoucí rozvoj společnosti ČEZ pouze okrajový význam

Změny na energetických trzích v EU byly vhodným okamžikem k vnitřní restrukturalizaci firmy, která v rámci projektu Vize 2008 již uspořila

4. Těžba a ostatní segmenty

Na konci roku 2005 učinil ČEZ důležitý krok na cestě k vertikální konsolidaci, když koupil Severočeské doly a.s. Tento krok byl významný především ze strategického hlediska a z hlediska kontroly nákladů spíše než z hlediska tržeb. Společnost internalizovala více než polovinu svých nákladů na nákup uhlí jako paliva do svých elektráren. Severočeské doly (SD) v roce 2006 vytěžily 22,8 mil. tun uhlí (hrubá těžba), přičemž tři čtvrtiny produkce SD byly realizovány v rámci skupiny ČEZ. Celkové tržby dosáhly částky 9,4 mld. Kč. V příštích letech očekáváme, že se bude mírně zvyšovat produkce uhlí v rámci SD s vrcholem v roce 2010 a poté se bude těžba stabilizovat na úrovni 22 až 23 mil. tun uhlí, což odpovídá zachování tržního podílu SD na úrovni 46% v rámci ČR. Z hlediska cen uhlí bude důležitý vývoj u ostatních komodit, především ropných derivátů a zemního plynu, v souladu s našimi predikcemi u cen elektrické energie očekáváme pokračování mírného růstu cen uhlí na evropských trzích i v ČR. Tržby společnosti SD by se tak měly zvyšovat na úroveň cca 10 mld. Kč do roku 2010 a poté by mělo dojít ke stabilizaci tržeb na těchto úrovních.

Podobně významné místo jako těžba má z hlediska tržeb (nikoliv již ze strategického hlediska) výroba tepla. Ta je vlastně vedlejším produktem výroby elektrické energie (kombinovaná výroba energie a tepla – KVET). Dodávky tepla se v roce 2006 meziročně zvýšily o 14,8% na 11,2 tis. TJ, především díky konsolidaci zahraničních aktiv. Tržby navíc díky vyšším cenám tepla v Bulharsku poskočily meziročně o 25% na 11,3 mld. Kč. V příštích letech nicméně očekáváme pokles objemu dodaného tepla vlivem nižšího zájmu ze strany velkých a středních podniků (růst konkurence, vlastní zdroje) na cca 10,4 tis. TJ a spolu s mírným růstem cen tepla očekáváme prakticky stagnaci tržeb z prodeje tepla na úrovni roku 2006.

5. Náklady

Hospodaření společnosti ČEZ je v posledních letech postaveno především na rychlém růstu tržeb. Management firmy však již dříve správně rozpoznal, že tato situace nebude trvat věčně, a že po vyrovnání rozdílů mezi cenami elektřiny v Německu a České republice a vyčerpání atraktivních akvizičních možností bude nutné k udržení resp. dalšímu růstu ziskovosti zvyšovat efektivnost všech podstatných firemních operací. V rámci projektu „Vize 2008“ se firma vydala cestou restrukturalizace organizačního uspořádání celé skupiny, když využila nutnosti provést tzv. „unbundling“ a integrovala své distribuční společnosti do jediné společnosti ČEZ Distribuce a prodej konečným zákazníkům integrovala do společnosti ČEZ Prodej. V rámci projektu „Vize 2008“ (spuštěného v roce 2004) si společnost dala za cíl díky synergickým efektům a dalším opatřením ušetřit cca 2,8 mld. Kč ročně ve srovnání s rokem 2003, přičemž odhadujeme, že v roce 2006 dosáhly úspory díky tomuto projektu přibližně dvou třetin stanovené hodnoty.

Z hlediska provozních nákladů má skupina ČEZ poměrně dobrou výchozí pozici. Značnou část dodávek uhlí nutného pro výrobu elektrické energie v tepelných elektrárnách má ČEZ díky akvizici Severočeských dolů zajištěnu, navíc lze předpokládat že za stabilní a relativně výhodné ceny. Složitější jsou vyjednávání s dalším důležitým dodavatelem uhlí, Mosteckou uhelnou.

ČEZ těží z relativně nízkých nákladů na palivo, což mu zajišťují dlouhodobé kontrakty a vlastnictví Severočeských dolů...

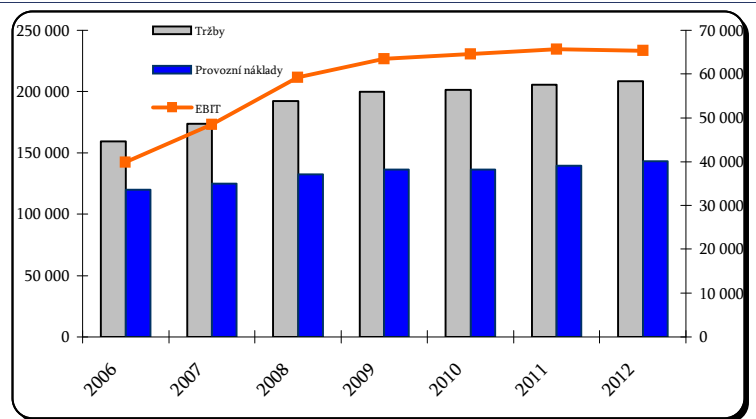
... tyto faktory se projeví v rychlejším růstu provozního zisku ve srovnání s růstem tržeb

ČEZ už nicméně v příštích letech nebude moci spoléhat na příspěvek výnosu z prodeje emisních povolenek

Podle předběžné smlouvy by měla být dlouhodobá smlouva na dodávky uhlí do roku 2055 podepsána nejpozději v červnu 2007, nicméně obě strany se prozatím nedohodly na podmínkách. Přesto si myslíme, že jednání dopadnou pozitivně a smlouva bude uzavřena. Z hlediska zásobování jaderných elektráren palivem podepsal ČEZ smlouvu na dodávky paliva pro Temelín s ruským TVEL (kontrakt je na deset let s platností od roku 2010), který zvítězil v tendru nad stávajícím dodavatelem paliva do temelínské elektrárny, americkou firmou Westinghouse. Vzhledem k tomu, že TVEL již dodává palivo pro druhou jadernou elektrárnu – Dukovany – předpokládáme určité úspory i v této oblasti.

Z hlediska osobních nákladů v letošním roce očekáváme meziroční nárůst nákladů na mzdy o 6%, přičemž růst potáhne především zahraničí (Bulharsko, Rumunsko, Polsko), kde predikujeme nárůst mezd o 6,6% y/y. Celkově očekáváme, že osobní náklady do roku 2012 porostou tempem přibližně 5% ročně. Určitou zátěží se pro provozní náklady postupně stanou emisní povolenky, které doposud přispívaly ke snižování nákladů (v roce 2006 vykázal ČEZ zisk z prodeje povolenek 3 mld. Kč). V letošním roce očekáváme kvůli velmi nízkým

Graf č. 5: Vývoj tržeb, nákladů a provozního zisku (v mil. Kč)



Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

cenám povolenek pro stávající období a zvýšeným nákupům povolenek pro období následující pouze minimální zisk z prodeje povolenek (cca 200 mil. Kč), v roce 2008 se již ČEZ pravděpodobně stane čistým kupujícím a vykáže ztrátu ve výši přibližně 1 mld. Kč. V našich predikcích přitom počítáme se zatím posledním návrhem Ministerstva průmyslu a obchodu na rozdělení povolenek pro období 2008-2012, který ČEZu přidělil o 7% méně povolenek než ve stávajícím období, tzn. 34,2 mil. tun emisí ročně. Cenu emisních povolenek predikujeme ve výši 28 EUR za tunu emisí v roce 2008 a 30 EUR v následujících letech. Důležitým faktorem při úsporách nákladů by mělo být zvyšování využití kapacit elektráren, zvláště těch jaderných.

Rizika našich předpokladů vývoje provozních nákladů:

- Nedohoda o nové smlouvě o dodávkách uhlí s Mosteckou uhelnou – přestože věříme, že smlouva bude řádně podepsána, nemůžeme vyloučit riziko, že k tomuto aktu nedojde, resp. že k němu dojde v pozdějším termínu za jiných, pro ČEZ méně výhodných podmínek;

ČEZ je šampionem mezi evropskými
 utilitami svojí vysokou mírou ziskovosti...

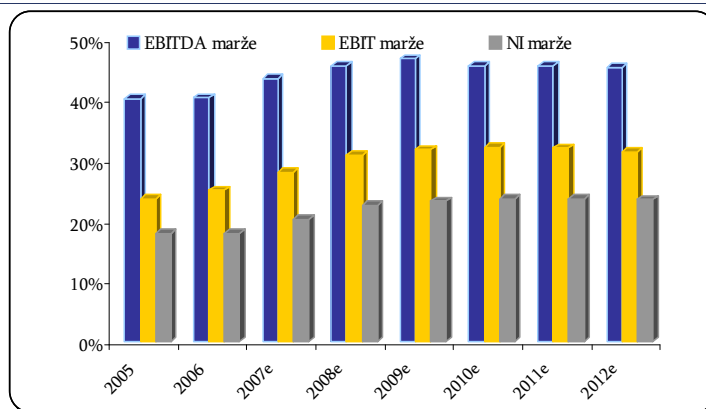
...navíc předpokládáme, že ziskové marže
 ještě porostou na rozdíl od některých
 konkurenčních firem

- Předpokládáme, že mzdové náklady se budou zvyšovat v souladu s růstem produktivity a růstem mezd v celé ekonomice. Případné nepřiměřené požadavky odborů či změny daňových zákonů (sociální a zdravotní pojištění) mohou negativně ovlivnit naše předpoklady;
- Nečekané problémy s provozem jaderných elektráren (dlouhodobé neplánované odstávky) mohou vést k nižšímu než námi předikovanému zvyšování využití kapacit jaderných elektráren (viz. podkapitola výroba a obchod). To by vedlo k nutnosti zvýšení produkce v uhelných elektrárnách a následně k vyšším emisím. Vyšší náklady na nákup emisních povolenek přitom mohou být znásobeny případnými vyššími než očekávanými cenami povolenek na trhu.

6. Ziskovost a rentabilita

Z hlediska ziskovosti patří ČEZ k evropským šampionům. Na úrovni EBITDA marže se hodnotám nad 40% z evropských konkurentů nemůže prakticky nikdo s ČEZem poměřovat, také u EBIT marže a čisté ziskové marže je ČEZ na čele peer group (viz tabulka). Důvody těchto výborných čísel lze hledat především v tom, že zatímco ČEZ silně participuje na rostoucích cenách elektřiny i na poptávce po této energii, jeho provozní náklady ani zdaleka nerostou tak rychle a skokově jako je tomu právě u tržeb. A vzhledem k tomu, co již bylo řečeno v kapitole o provozních nákladech, tedy že jejich růst by měl i nadále být spíše pozvolný a že očekáváme další úspory nákladů především z titulu vyššího využití jaderných elektráren, ziskové marže by měly v příštích letech ještě vzrůst (viz obrázek).

Graf č. 6: Očekávaný vývoj ziskových marží společnosti ČEZ



Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

Z hlediska jednotlivých segmentů je zřejmé, že hlavní zásluhu na vysokých maržích společnosti ČEZ má segment výroby a obchodu. Vzhledem k tomu, že tento segment tvoří téměř tři čtvrtiny celkového provozního zisku skupiny, je logické, že právě vysoké marže při výrobě elektřiny jsou základní konkurenční výhodou skupiny ČEZ. Naopak poměrně nízké marže vykazují zahraniční aktiva firmy. U bulharských a rumunských distribučních společností je tato situace dána regulací odvětví a nelze očekávat výraznější růst marží, naopak solidní potenciál vidíme v Polsku.

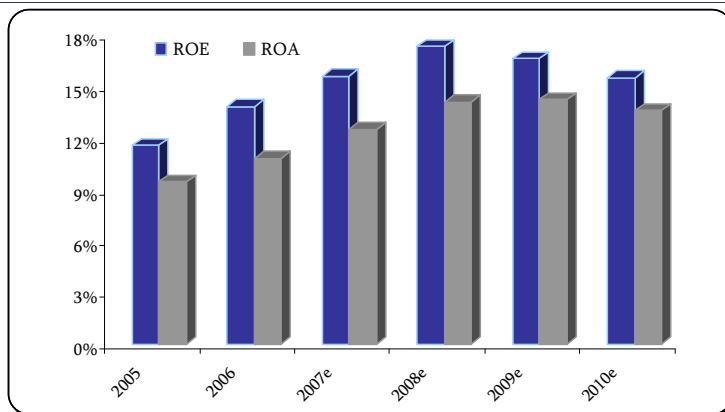
Zdejší výroba elektrické energie v současné době dosahuje EBITDA marže pouze cca 26%, což ve srovnání s 44% marží (obě čísla za rok 2006) u českých elektráren ČEZu implikuje značný prostor ke zlepšení.

Návratnost kapitálu vloženého investory ČEZu již tak mimořádná není. Porovnáme-li hodnoty rentability vlastního kapitálu (ROE) a rentability celkových aktiv (ROA), příčina se poměrně jasně vyjeví. Svoji úroveň ROA totiž

Naopak rentabilitou vlastního kapitálu se ČEZ již tak chlubit nemůže, což lze jednoznačně připsat neoptimální kapitálové struktuře

Právě zbytečně nízká míra zadlužení a nedostatek akvizičních příležitostí přiměly management ČEZu ke zpětnému odkupu vlastních akcií

Graf č. 7: Očekávaný vývoj rentability společnosti ČEZ



Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

ČEZ poměrně výrazně své konkurenty poráží, zatímco u ROE za průměrem odvětví zaostává. Rozdíl spočívá v nepříznivé struktuře kapitálu, kdy vysoký podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech limituje prospěch z relativně levného cizího kapitálu. O tom, že by ČEZu „slušelo“ vyšší zadlužení, bylo již napsáno mnoho. ČEZ již podniká první krok správným směrem, tedy zpětný odkup vlastních akcií, který bude financován vydáním dluhopisů, přesto neočekáváme, že dojde v příštích letech k výrazné změně struktury kapitálu ve prospěch cizích zdrojů. Očekáváme, že ROE dosáhne svého vrcholu v roce 2008 (odhad 17,3%) a poté začne zase klesat k úrovni patnácti procent.

7. Zpětný odkup akcií a prodej státního podílu

Společnost ČEZ patřila v posledních letech k neaktivnějším firmám v odvětví v oblasti zahraniční expanze. Využila příznivých podmínek, způsobených restrukturalizací energetického trhu, který urychlil procese privatizace v mnoha postkomunistických zemích. V současné době je však zřejmé, že množství zajímavých investičních příležitostí se stále tenčí a na ty zbývající čeká spousta „hladových vlků“ z řad největších evropských utilit. To může znamenat v mnoha případech příliš vysoké ceny. Management ČEZu se proto rozhodl vydat jinou cestou – nastartoval program zpětného odkupu akcií.

Zpětný odkup akcií je ve světě běžnou a stále oblíbenější metodou, jak navrátit přebytečné finanční prostředky investorům. Jeho výhodou ve srovnání se zvýšením dividendy je skutečnost, že ve většině zemí včetně ČR není výnos ze zpětného odkupu akcií zdaněn jako je tomu u dividendového výnosu. ČEZ zpětným odkupem, který probíhá od 30. dubna 2007, vyřešil několik problémů najednou:

Tento zpětný odkup je výhodný nejen pro samotnou firmu, ale i pro investory

- Načasoval zpětný odkup tak, aby se překrýval s prodejem 7% státního balíku akcií (viz dále), čímž minimalizoval riziko převisu prodávajících na trhu a tedy poklesu kurzu akcií;
- Sníží přebytečnou hotovost, aniž by investory zatížil nutností platit daň z dodatečného kapitálového příjmu;
- Zpětný odkup bude mít příznivý dopad na kapitálovou strukturu ČEZu. Velmi nízký podíl dluhu k vlastnímu kapitálu (podíl čistého dluhu k vlastnímu kapitálu v roce 2006 pouze 10%) je dlouhodobě terčem kritiky analytiků, protože znamená zbytečné nevyužívání relativně levnějšího cizího kapitálu, což se mj. odráží v podprůměrných hodnotách rentability vlastního kapitálu ve srovnání s konkurenty.

Zatím není jasné, zda ČEZ nakoupené akcie zcela zruší, nebo zda je pouze bude držet jako „treasury stocks“. Vzhledem k tomu, že z hlediska účtování dle IFRS jsou obě možnosti ekvivalentní, přikláníme se spíše k tomu, že ČEZ akcie prozatím rušit nebude. Výhodou tohoto přístupu je, že společnost může kdykoliv v budoucnu vlastní akcie použít například k financování nákupu aktiv nebo opčních programů. Přibližně 5 mil. ks odkoupených akcií (tedy cca 0,8% všech akcií) bude podle oznámení managementu ČEZu použito právě na financování opčních programů. K úplnému zrušení akcií by se podle našeho názoru management firmy rozhodl až v případě, že by hodlal program zpětného odkupu akcií rozšířit o další akcie. Zde by pochopitelně muselo dojít ke zrušení již vykoupených akcií tak, aby byl dodržen zákonný limit požadující, aby firma mohla držet max. 10% vlastních akcií.

Časové sladění zpětného odkupu s prodejem části státního balíku v ČEZu umožní eliminovat případný negativní vliv prodeje státního balíku na kurz akcií

Zároveň s procesem zpětného odkupu akcií probíhá také prodej části státního balíku. Vláda, která je prostřednictvím Ministerstva financí ČR majoritním akcionářem ČEZu, hodlá snížit svůj podíl prodejem cca 7% akcií ČEZu. Ačkoliv motiv prodeje části státního podílu může být diskutabilní (látání děr ve státním rozpočtu), jeho načasování je velmi příhodné. Je velmi pravděpodobné, že rozhodnutí managementu o zpětném odkupu akcií a vlády o prodeji státního balíku byla vzájemně konzultována a jejich načasování je koordinováno. Pro stát to má dvě základní výhody:

- 1) Díky zpětnému odkupu akcií nebude kurz akcií ČEZ vystaven v době prodeje státního balíku nadměrným prodejním tlakům a výnos z prodeje tak bude vyšší;
- 2) Snížení počtu akcií ČEZu bude znamenat, že podíl státu ve společnosti zůstane prakticky zachován. Bez zpětného odkupu akcií by se po prodeji 7% státního balíku snížil podíl státu na 60,6% a ztratil by tak 2/3 většinu, důležitou u některých strategických rozhodnutí valné hromady. Díky zpětnému odkupu však podíl státu klesne jen na 67,3% ze současných 67,6% (samozřejmě v případě, že ČEZ skutečně odkoupí celých 10% vlastních akcií a stát prodá celý avizovaný balík – viz dále).

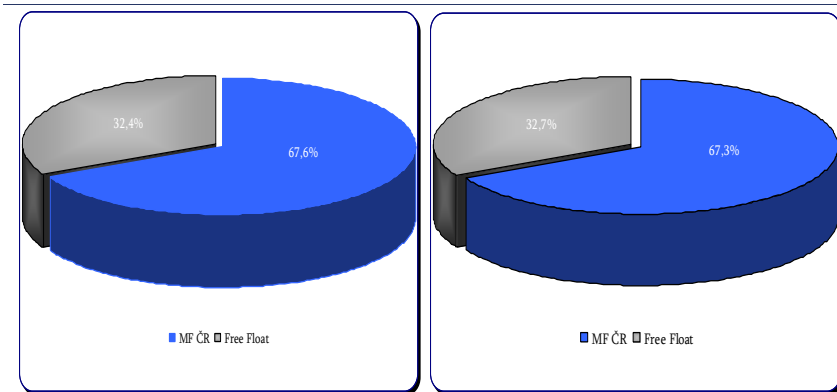
Ačkoliv stát ujišťuje, že skutečně prodá celých 7% akcií ČEZu, stále není vyloučeno, že nakonec prodá akcií méně. Při současných cenách nad 1000 Kč za akcii by totiž státu k původně požadovaným 33 mld. Kč stačilo prodat mnohem méně akcií (při ceně 1065 Kč by stačilo prodat pouze 5,3% akcií). Podle našeho názoru by však snížení objemu prodeje nemělo smysl. Zachová-li stát svůj záměr prodat 7% podíl v ČEZu, získá více peněz do rozpočtu a zároveň si zachová 2/3 podíl ve firmě.

Podíl státu ve společnosti ČEZ se
 Ani po prodeji části akcií díky zpětnému
 Odkupu prakticky nezmění

I nadále rostoucí ceny elektřiny a zvyšující
 se podíl zahraničních aktiv budou patřit
 K největším motorům dalšího růstu tržeb
 Společnosti ČEZ

K tomu by se měly přidat i další kroky
 zvyšující efektivnost výroby, především
 vyšší využití jaderných elektráren a přísná
 kontrola nákladů

Graf č. 8: Struktura akcionářů před a po prodeji 7% státního podílu v ČEZ



Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

8. Budoucnost – pokračující růst s příznivou mírou rizika

Předchozí kapitoly ukázaly, že ačkoliv ČEZ patří již několik let k nejrychleji rostoucím společnostem v celém evropském energetickém sektoru, jeho růstové možnosti společnosti nejsou ani zdaleka vyčerpány. Je nepochybné, že nejsilnějším motorem růstu tržeb i ziskovosti jsou ceny elektřiny. Ty jsou zároveň tím nejviditelnějším (a veřejností nejvíce kritizovaným) faktorem, nikoliv však jediným. V podkapitole o cenách elektřiny jsme uvedli, že očekáváme, že ať už bude pražská energetická burza spuštěna včas či nikoliv, očekáváme, že velkoobchodní ceny elektřiny pro příští rok vzrostou o 12,5% meziročně na 1400 Kč/MWh a téměř se srovnají s cenami v Německu. To významným způsobem povzbudí tržby pro příští rok. Pro následující roky predikujeme další mírný růst cena v Německu (a vzhledem k vyrovnání cen tedy i v ČR) a růstový driver v podobě cen elektřiny tak zůstane zachován, i když již nebude tak silný jako v předešlých letech. Stále významnější podíl na růstu tržeb by měly mít zahraniční akvizice, především v Bulharsku a Rumunsku. Zdejší tržby budou těžit ze silného růstu místních ekonomik a jejich vysoké energetické náročnosti, stejně jako (z místy až kritického) nedostatku elektřiny v tomto regionu.

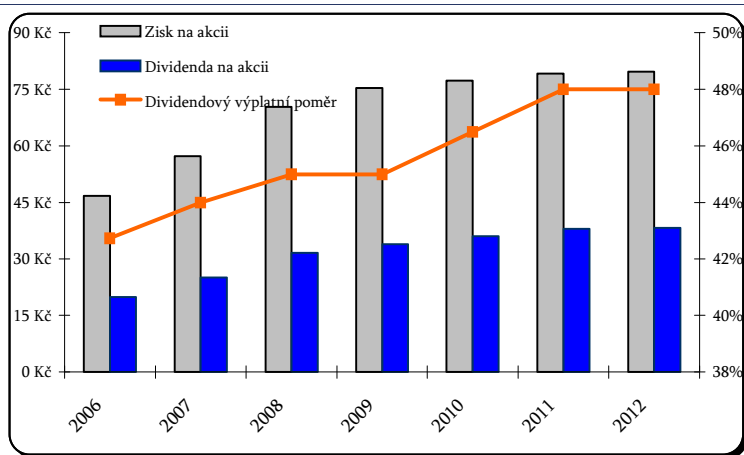
Nejen o růstu tržeb však je a bude další růst společnosti ČEZ. Často opomíjeným faktorem je totiž poměrně zásadní konkurenční výhoda na nákladové straně. Už samotná struktura výrobních kapacit dává ČEZu určitou nákladovou výhodu nad některými konkurenty. Máme na mysli především výhodu jaderné energie a vysoký podíl hnědouhelných elektráren, které jsou do značné míry zásobovány uhlím ze zdrojů uvnitř skupiny (Severočeské doly). Právě tyto dva typy elektráren mají (společně s vodními elektrárnami tam, kde jsou pro ně příznivé podmínky) přitom nejnižší mezní náklady na výrobu jednotky elektrické energie. Vzhledem k našemu očekávání, že se ČEZ v příštích letech stane čistým nakupujícím emisních povolenek, je důležité, že současné poměrně nízké využití kapacity svých jaderných elektráren implikuje prostor pro jeho zvýšení. Tím může ČEZ efektivně korigovat podíl výroby v uhelných a jaderných elektrárnách podle aktuální situace na trhu, především cen emisních povolenek.

Jak ukazuje následující graf, díky výše zmíněným faktorům očekáváme i v příštích letech velmi solidní růst zisku na akcii (CAGR EPS 2006-2010 13,5%). Spolu s tím předpokládáme, že budou akcie ČEZ stále zajímavější i svými dividendami. Očekáváme, že dividendový výplatní poměr v průběhu příštích let poroste k horní hranici rozpětí stanoveného managementem (40-50% čistého zisku) a dividendy na akcii by tak měla za letošní rok vzrůst z 20 Kč na 25 Kč a v dalších letech se přiblížit až 40 Kč na akcii.

Do roku 2010 očekáváme růst zisku na akcii ve výši 13,5% ročně (CAGR) a zvyšování dividendového výplatního poměru k hranici 50%, což povede k růstu dividendy na akcii k hranici 40 Kč.

Rizika považujeme u společnosti ČEZ za vyvážená, přičemž mezi ta nejdůležitější bude patřit nejistý vývoj cen komodit včetně elektrické energie, možné změny v systému obchodování s emisními povolenkami a případné regulatorní či legislativní zásahy

Graf č. 9: Očekávaný růst zisku a dividendy na akcii



Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

Naše předpoklady mohou být pochopitelně narušeny určitými nepředpokládanými okolnostmi. Podle našeho názoru však nejsou rizika na provozní, finanční i politicko-legislativní úrovni nikterak vysoká. V provozní oblasti je zřejmě největším rizikem případný budoucí výrazný pokles cen elektrické energie, což však vzhledem k poměru nabídky a poptávky ve středoevropském regionu považujeme za nepravděpodobné. Určitou roli může hrát případné rychlejší než námi očekávané posilování české koruny vůči euru či měnám v Bulharsku a Rumunsku. My jsme však do našeho modelu započítali poměrně silnou verzi posilování české měny vůči euru (v roce 2012 příp. v době zafixování české měny před vstupem do eurozóny očekáváme kurz 25,9 Kč/EUR). Případné neočekávané odstávky jaderných elektráren (především JE Temelín) mohou v kombinaci s vysokými cenami emisních povolenek negativně postihnout výrobu, resp. její náklady a stále je také nevyřešena otázka dlouhodobé smlouvy o dodávkách uhlí s Mosteckou uhelnou a.s.

Z finančního hlediska považujeme rizika pro ČEZ za velmi nízká. Ačkoliv se nyní management společnosti snaží zpětným odkupem akcií, financovaným cizími zdroji (dluhopisy), zvýšit míru zadlužení (tzn. zlepšit kapitálovou strukturu společnosti), kreditní rizika zůstanou velmi nízká. Vysoká tvorba volného cash-flow zajistí i nadále naprosto dostatečnou míru úrokového krytí. Z hlediska vnějších podmínek je největším rizikem budoucí strategie majoritního vlastníka ČEZu, tedy vlády. Aktuální prodej státního balíku (zřejmě 7% akcií ČEZu, viz výše) vzbuzuje mnoho otázek a není zatím zrovna vzorem transparentnosti, což může indikovat podobné chování státu i v budoucnosti. Celkově však, i když například v balkánských zemích zatím nebyla deregulace energetického trhu zcela dokončena, považujeme politická rizika za přiměřená.

9. Ocenění akcií společnosti ČEZ

Ocenění akcií společnosti ČEZ jsme provedli metodou diskontování cash flow a tržní srovnání s konkurencí. Větší váhu přitom přisuzujeme metodě DCF, která se na výsledné cílové ceně podílí ze dvou třetin, třetinovou váhu pak má cílová cena vypočtená v rámci srovnání s konkurencí (vybranou peer group).

Peer Group srovnání

Akcie společnosti ČEZ se v současné době¹ obchodují s mírným diskontem vůči průměru peer group. Tento diskont činí na základě EV/EBITDA 2008e 9,3% a na základě PE 2008e dokonce 17,4%. Podle našeho názoru však neexistuje zásadní důvod k tomu, aby se akcie ČEZu obchodovaly s diskontem vůči odvětví. Obvyklým argumentem pro diskont je vyšší rizikovost vyplývající z toho, že ČEZ patří do „*emerging markets*“. Z tohoto titulu však podle našeho názoru nevyplývají žádná mimořádná rizika, která by diskont ospravedlnila. Energetický trh je v České republice plně liberalizován podobně jako v západních zemích (v určitých parametrech jsme dokonce ve srovnání s některými zeměmi o krok vpředu), politická rizika nepřevyšují okolní vyspělé země a jediným argumentem tak může být určitá nejistota na trzích v Bulharsku a Rumunsku, kde je proces liberalizace energetického trhu v nižších fázích vývoje než například v ČR.

V rámci peer group se akcie společnosti ČEZ obchodují s diskontem jak na základě PE tak i na základě EV/EBITDA

Ziskové marže rozhodně k diskontu vůči odvětví nevybízejí. Rentabilita vlastního kapitálu je sice podprůměrná, nicméně během dvou let by se mělo dostat na průměr odvětví

ČEZ přitom nabízí vysokou roční míru růstu zisku na akcii a také z dividendového hlediska by se měl postupně dostat do úrovně obvyklých u konkurence

Tab. 1: Srovnání tržního ocenění akcií ČEZ a vybraných konkurentů (peer group)

	EBITDA margin 2006	EBITDA margin 2007e	EBITDA margin 2008e	EBIT margin 2006	EBIT margin 2007e	EBIT margin 2008e	NI margin 2006	NI margin 2007e	NI margin 2008e	ROE 2006	ROE 2007e	ROE 2008e	D/E
ČEZ	40,2%	43,5%	45,6%	25,0%	27,9%	30,8%	17,9%	20,2%	22,5%	14,3%	16,2%	18,0%	77,5%
E.ON	16,8%	17,6%	18,1%	11,0%	12,8%	13,1%	8,7%	7,4%	7,7%	10,9%	10,9%	11,0%	141,1%
RWE	20,4%	19,0%	19,3%	13,3%	14,5%	15,0%	9,0%	6,9%	7,6%	29,1%	21,2%	22,2%	562,3%
VERBUND	34,1%	35,9%	35,7%	28,0%	30,0%	29,8%	17,4%	18,9%	19,2%	23,0%	27,7%	25,1%	168,3%
IBERDROLA	34,6%	32,1%	31,8%	23,6%	22,4%	22,4%	14,8%	13,2%	13,5%	16,6%	16,0%	15,7%	212,9%
ENDESA	34,7%	34,8%	34,9%	25,5%	26,0%	26,1%	14,4%	12,8%	12,8%	18,4%	19,1%	19,3%	239,4%
EdF	25,0%	25,6%	26,9%	15,9%	16,8%	17,7%	9,5%	7,8%	8,5%	24,9%	19,5%	19,8%	622,2%
ENEL	21,1%	22,5%	23,2%	14,8%	15,8%	16,2%	8,1%	8,5%	8,6%	15,8%	16,4%	17,0%	186,5%
medián	29,5%	28,8%	29,4%	19,7%	19,6%	20,1%	12,0%	10,6%	10,7%	17,5%	17,8%	18,6%	199,7%
žezný průměr	25,6%	25,9%	26,6%	17,2%	18,2%	18,8%	10,9%	9,8%	10,3%	19,3%	17,3%	17,6%	344,7%
ČEZ diff. MA	36,2%	50,8%	55,3%	26,7%	42,6%	53,6%	49,8%	90,4%	110,8%	-18,1%	-8,8%	-3,5%	-61,2%
ČEZ diff. VA	57,0%	67,7%	71,4%	45,1%	53,4%	64,1%	64,7%	106,2%	118,0%	-25,8%	-6,2%	2,4%	-77,5%

Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

V minulých letech se dal diskont ocenění akcií ČEZu také částečně ospravedlnit nižší úrovní rentability vlastního kapitálu oproti konkurenci. Tento argument však již také nemůže obstát, což dokládá následující tabulka. V roce 2006 dosáhla ROE u ČEZu 14,3%, což bylo výrazně pod průměrem odvětví (19,3%), nicméně v příštích letech očekáváme změnu této situace a v roce 2008 by měla ROE u ČEZu převýšit průměr odvětví (18% vs. 17,6%). ČEZ přitom stále výrazně vyniká v míře růstu zisku (CAGR EPS 2006-08 23,3% vs. průměr odvětví pouze 1,7%) i ve výši ziskových marží. Například EBITDA marže 2006 dosáhla u ČEZu 40,2%, zatímco medián peer group činí pouze 29,5%. Ještě výraznější je rozdíl u čisté ziskové marže, která v roce 2006 činila 17,9% vs. 12% peer group a tento rozdíl by se v příštích letech měl ještě prohloubit.

¹ Všechny ceny akcií uvedené v této kapitole jsou závíracími hodnotami ze dne 11.6.2007

Diskont ocenění je patrný jak na základě PE 2008e, tak i na základě EV/EBITDA 2008e a P/BV 2008e

Srovnání míry růstu zisku a tržního ocenění jasně ukazuje, že akcie společnosti ČEZ se na trhu obchodují s neodůvodněným diskontem

Ocenění akcií ČEZu na základě EV/EBITDA 2008e ukazuje při nulovém diskontu cílovou cenu 1236 Kč na akcii

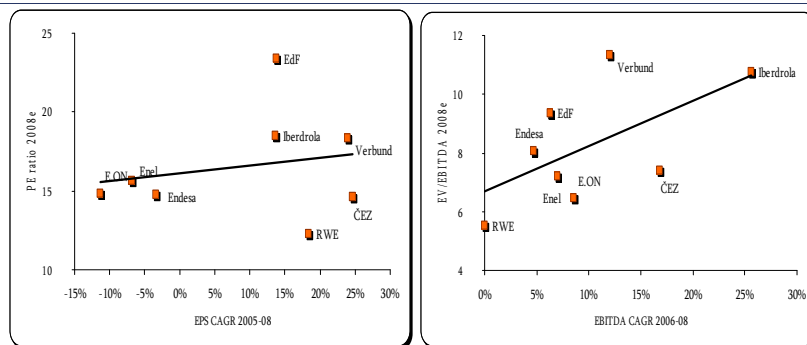
Tab. 2: Srovnání tržního ocenění akcií ČEZ a vybraných konkurentů (peer group)

	PE	PE	PE	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	P/BV	P/BV	P/BV
	2006	2007e	2008e	2006	2007e	2008e	2006	2007e	2008e
ČEZ	22,0	17,9	14,6	10,1	8,6	7,4	3,0	2,8	2,5
E.ON	14,4	16,0	14,8	7,6	7,0	6,5	1,5	1,6	1,5
RWE	11,0	13,9	12,3	5,5	5,8	5,5	3,0	3,1	2,8
VERBUND	24,3	19,7	18,4	14,2	11,9	11,3	5,1	4,6	4,0
IBERDROLA	29,0	22,5	18,5	16,9	12,6	10,7	4,6	2,6	2,5
ENDESA	14,3	15,5	14,8	8,9	8,5	8,1	2,7	3,2	3,0
EdF	22,1	26,7	23,4	10,6	10,2	9,3	5,0	4,9	4,4
ENEL	17,2	16,1	15,6	8,3	7,5	7,2	2,7	2,7	2,6
medián	19,6	17,0	15,2	9,5	8,5	7,7	3,0	3,0	2,7
vážený průměr	19,0	19,8	17,7	9,8	8,9	8,1	3,5	3,3	3,0
ČEZ diff. MA	12,3%	5,5%	-4,1%	6,5%	0,4%	-4,5%	0,5%	-6,1%	-9,3%
ČEZ diff. VA	16,2%	-9,5%	-17,4%	2,3%	-3,7%	-9,3%	-12,5%	-14,8%	-17,4%

Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

Slabinou společnosti ČEZ prozatím zůstává nízký dividendový výnos. Ten činil za rok 2006 pouze 1,9%, nicméně v příštích letech by měl ČEZ i v tomto směru své konkurenty dostihnout. Důvodem bude jednak rychlý růst zisku, jednak očekáváme postupné zvyšování výplatního poměru k horní hranici rozpětí, které si vytyčil management firmy, tedy 40 – 50% čistého zisku. To podle našeho názoru povede ke zvýšení dividendového výnosu na 3% v roce 2008, tedy na dohled očekávané průměrné hodnotě peer group pro tento rok (3,5%).

Graf č. 10: Srovnání míry růstu a tržního ocenění společnosti ČEZ



Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

Akcie společnosti ČEZ by se podle našeho názoru měly obchodovat minimálně na úrovni odvětví nebo s mírnou premií ocenění vůči odvětví. Přijmeme-li konzervativní scénář ocenění na hodnotě váženého průměru peer group, činí fair value akcií ČEZ dle EV/EBITDA 2008e **1236,3 Kč**, což je o 16,6% více, než činila cena použitá při srovnávací analýze (1060 Kč).

Tab. 3: Stanovení cílové ceny dle srovnávací analýzy

prémie	EV/EBITDA	EBITDA 2008E	Fair EV	Fair Price per share (Kč)
	Vážený průměr	(mil. Kč)	(mil. Kč)	
-10%	7,4	87 601	644 544	1 115,4
-5%	7,8	87 601	680 352	1 175,8
0%	8,2	87 601	716 160	1 236,3
5%	8,6	87 601	751 968	1 296,8
10%	9,0	87 601	787 776	1 357,2

Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

Ocenění metodou diskontovaného cash-flow

Jako základ pro ocenění akcií společnosti ČEZ a stanovení cílové ceny jsme zvolili tradiční nástroj – model diskontovaného cash flow. Předpoklady, s nimiž jsme v modelu pracovali, jsou uvedeny v následující tabulce. Vzhledem k tomu, že ČEZ je i nadále jednoznačně závislý především na českém byznysu, použili jsme parametry právě pro Českou republiku.

Tab. 4: Předpoklady modelu DCF			
risk-free rate	4,6%	Cost of debt	4,3%
premium to equity	4,5%	Market value of equity	630,7 mld.
beta	1,1	Market value of debt	49,4 mld.
long-term real GDP growth	3,0%	Weight of equity	0,93
long-term inflation rate	2,5%	Weight of debt	0,07
Discount rate	9,6%	WACC	9,2%

Zdroj: CYRRUS, a.s.

Na základě výše uvedených parametrů jsme provedli stanovení cílové ceny pro akcie společnosti ČEZ:

	2007E	2008f	2009f	2010f	2011f	2012f
EBIT * (1-tax rate)	36 633	44 850	48 212	49 390	50 587	50 971
Depreciation	27 022	28 354	29 936	27 213	28 124	29 003
Δ working capital	- 995	- 1 405	771	796	- 2 478	716
Capital spending	31 500	33 500	38 000	42 000	44 000	42 500
Terminal value						1 058 036
FCFF	33 150	41 108	39 377	33 808	37 189	1 094 794
Discounted FCFF	30 367	34 495	30 269	23 806	23 988	646 884
NPV	789 808					
Minus debt	48 321					
Minus Nuclear provision	37 233					
Equity value	704 253					
Share value (Kč/akcie)	1 189,2					

Zdroj: CYRRUS, a.s.

Výslednou cílovou cenu jsme stanovili jako kombinaci cílové ceny stanovené metodou DCF a srovnáním s peer group, přičemž první jmenované metodě jsme přiřadili váhu 2/3 a metodě tržního srovnání 1/3. Na tomto základě jsme stanovili cílovou cenu pro akcie společnosti ČEZ ve výši Kč **1 205 Kč** na akcii. Tato cílová cena je o 12,3% vyšší než závěrečný kurz ze dne 13.6.2007 a proto doporučujeme akcie společnosti ČEZ „**KOUPIT**“. Po započtení očekávané dividendy na akcii za rok 2007 ve výši 25,2 Kč činí celkový očekávaný 12-měsíční výnos akcií společnosti ČEZ 14,7%.

Zkrácené verze konsolidovaných účetních výkazů ČEZ

Income statement							
<i>mil. Kč</i>	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
TRŽBY celkem	102 670	125 083	159 580	173 663	192 064	199 897	201 337
Tržby z prodeje elektřiny	92 183	115 949	148 295	162 832	180 989	188 569	189 930
Tržby za teplo a ostatní výnosy	10 487	9 134	11 285	10 831	11 075	11 328	11 407
Provozní Náklady	82 885	95 680	119 683	124 984	132 651	136 286	136 592
palivo	9 305	9 010	11 628	10 309	13 801	14 819	15 190
nákup energií a souvisejících služeb	26 519	37 474	53 474	53 741	54 279	55 093	56 195
opravy a údržba	4 872	4 229	5 487	5 761	6 049	6 352	6 669
odpisy	19 842	20 723	24 289	27 022	28 354	29 936	27 213
osobní náklady	11 368	13 426	15 084	15 832	16 592	17 431	18 279
materiál	4 625	4 020	4 989	5 230	5 439	5 657	5 883
emisní povolenky	-	1 053	2 856	179	1 015	53	112
ostatní provozní náklady	6 354	7 851	7 588	7 268	7 122	7 051	7 051
EBIT	19 785	29 403	39 897	48 520	59 247	63 436	64 563
čisté úroky	1 102	1 363	1 314	1 038	748	262	46
úroky z jaderných a ostatních rezerv	2 425	2 447	1 891	2 105	1 998	1 891	1 784
ostatní finanční výnosy	- 2 243	- 1 713	- 849	- 1 175	- 625	350	600
Zisk před zdaněním	18 501	27 306	37 541	46 552	57 107	60 933	62 133
Daň z příjmu	4 233	5 024	8 920	11 405	13 877	14 624	14 601
Zisk po zdanění	14 268	22 282	28 621	35 147	43 230	46 309	47 531
čistý zisk pro minoritní akcionáře	1 055	844	1 041	1 281	1 575	1 688	1 732
čistý zisk po minoritních podílech	13 213	21 438	27 578	33 866	41 654	44 621	45 799
EPS základní	24,1	37,6	48,3	59,3	73,0	78,2	80,3
EPS po minoritních podílech	22,3	36,2	46,6	57,2	70,3	75,3	77,3

Zdroj: CYRRUS, a. s.

Balance Sheet							
<i>mil. Kč</i>	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Fixní aktiva brutto	454 657	480 156	521 062	552 562	586 062	624 062	666 062
Oprávký	182 932	199 756	219 073	246 095	274 449	304 385	331 598
Stálá aktiva celkem	271 725	280 400	301 989	306 467	311 613	319 677	334 464
peníze a ekvivalenty	8 942	16 791	30 932	40 628	61 065	78 244	92 031
pohledávky	9 215	16 270	16 486	19 996	22 114	23 016	23 182
zásoby	4 057	4 427	5 503	6 771	7 637	7 870	7 850
emisní povolenky	-	134	2 224	2 591	2 422	2 422	2 422
ostatní oběžný majetek	5 311	6 187	11 521	11 882	14 560	14 396	13 775
Oběžná aktiva celkem	27 525	43 809	66 666	81 867	107 799	125 949	139 261
AKTIVA CELKEM	299 250	324 209	368 655	388 334	419 412	445 626	473 724
Základní kapitál	59 218	58 237	57 278	52 996	52 150	52 150	52 150
Nerozdělený zisk a fondy	112 879	118 436	137 659	159 686	186 431	212 314	238 035
Minoritní podíly	6 350	14 616	12 716	13 824	15 508	17 190	18 862
Vlastní kapitál	178 447	191 289	207 653	226 506	254 089	281 654	309 047
Dlouhodobé úvěry	38 140	30 586	41 956	44 840	42 056	40 189	40 522
jaderná rezerva	29 441	35 869	36 683	37 233	37 606	37 982	38 361
Ostatní dlouhodobé závazky	14 868	14 974	15 543	16 009	16 490	16 819	17 156
Dlouhodobé závazky celkem	82 449	81 429	94 182	98 082	96 151	94 990	96 039
Odložený daňový závazek	15 603	18 555	20 017	15 298	15 056	9 341	3 757
Krátkodobé úvěry	240	265	121	300	300	300	300
Část dluhu splatná v běžném roce	3 439	7 888	6 365	5 583	6 741	10 346	15 234
Obchodní závazky	12 587	16 243	22 905	24 747	27 369	28 485	28 691
Závazky z titulu daně z příjmu	1 227	630	6 222	3 960	4 379	4 558	4 590
Ostatní krátkodobé závazky	5 258	7 910	11 190	13 858	15 327	15 952	16 067
Krátkodobé závazky celkem	22 751	32 936	46 803	48 448	54 116	59 641	64 881
Závazky celkem	120 803	132 920	161 002	161 828	165 322	163 972	164 677
PASIVA CELKEM	299 250	324 209	368 655	388 334	419 412	445 626	473 724

Zdroj: CYRRUS, a. s.

Cash-flow statement							
<i>mil. Kč</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007E</i>	<i>2008E</i>	<i>2009E</i>	<i>2010E</i>
Peněžní prostředky na začátku období	5 023	8 942	16 791	30 932	40 628	61 065	78 244
Zisk před zdaněním	18 501	27 306	37 541	46 552	57 107	60 933	62 133
Odpisy	19 979	20 723	24 289	27 022	28 354	29 936	27 213
Odpisy jaderného paliva	3 391	3 056	3 151	3 221	3 417	3 503	3 590
Kurzové ztráty/zisky	- 1 765	183	574	250	100	- 300	- 300
nákladové a výnosové úroky	871	1 363	1 314	1 038	748	262	46
Změna pracovního kapitálu	4 203	- 2 724	- 1 724	- 3 257	- 985	949	829
Zaplacená daň	- 6 898	- 5 946	- 2 237	- 11 405	- 13 877	- 14 624	- 14 601
Ostatní nepeněžní provozní operace	- 1 641	- 66	0	0	0	0	0
CF z provozní činnosti	36 641	43 895	62 908	63 421	74 863	80 660	78 909
CAPEX	- 30 057	- 23 987	- 63 535	- 31 500	- 33 052	- 34 897	- 31 722
Ostatní investiční operace	- 443	17	5 406	- 6 000	- 6 000	- 6 000	- 6 000
CF z investiční činnosti	- 30 500	- 23 970	- 43 294	- 37 500	- 39 052	- 40 897	- 37 722
čisté čerpání úvěrů	4 664	- 3 817	5 425	- 2 281	1 626	- 1 739	- 5 220
vyplacené dividendy	- 4 724	- 5 291	- 8 838	- 11 844	- 14 901	- 18 744	- 20 080
ostatní	- 1 875	- 2 811	- 1 254	- 2 000	- 2 000	- 2 000	- 2 000
CF z finanční činnosti	- 1 935	- 11 919	- 4 667	- 16 125	- 15 275	- 22 483	- 27 300
Vliv kurzových rozdílů	- 287	- 157	- 806	- 100	- 100	- 100	- 100
Peněžní prostředky na konci období	8 942	16 791	30 932	40 628	61 065	78 244	92 031
Čistý přírůstek peněžních prostředků	3 919	7 849	14 141	9 696	20 436	17 179	13 787

Zdroj: CYRRUS, a. s.

Analýza citlivosti na změny vstupů DCF modelu

Analýza citlivosti na změny parametrů DCF modelu

		Nominal GDP growth to infinity				
		4,5	5,0	5,5	6,0	6,5
WACC	8,8	1 046	1 170	1 333	1 553	1 869
	9,0	994	1 106	1 251	1 442	1 711
	9,2	955	1 058	1 189	1 362	1 599
	9,4	904	996	1 111	1 260	1 461
	9,6	864	947	1 051	1 184	1 360

Zdroje: ČEZ, a.s., CYRRUS, a.s.

Analýzy

Jan Procházka	Utility, média, letectví	prochazka@cyrrus.cz
Marek Hatlapatka	Zahraniční trhy, energetika, banky	hatlapatka@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Nemovitosti, farmacie	potmesil@cyrrus.cz

Trading & Sales

Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz
Marek Šperlich	Praha	sperlich@cyrrus.cz
Marie Kolovratová	Praha	kolovratova@cyrrus.cz
Michal Oplt	Brno	oplt@cyrrus.cz
Petr Bánovský	Brno	banovsky@cyrrus.cz
Eduard Tesař	Brno	tesar@cyrrus.cz

Portfolio management

Aleš Honsa	Praha	honsa@cyrrus.cz
Ondřej Svoboda	Brno	svoboda@cyrrus.cz

Corporate finance

Tomáš Kunčický		kuncicky@cyrrus.cz
----------------	--	--------------------

Upozornění: Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 (dále jen „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. Informace nelze považovat za návrh na koupi a/nebo prodej jakéhokoliv investičního nebo jiného instrumentu nebo výzvy, podnětu nebo návrh na uzavření smlouvy. 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.

Standardně jsou investiční doporučení vydávána jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je v investičním doporučení výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučená jsou vydávána pro využití pákových produktů. Bližší informace k délce investičního horizontu investičních doporučení a stupňům investičních doporučení naleznete na <http://www.cyrrus.cz>. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

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 a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

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

e-mail: info@cyrrus.cz, cyrrus@cyrrus.cz
www.cyrrus.cz

Praha
 Anděl Park – Vchod B
 Radlická 14
 150 00 Praha 5 Smíchov
 tel.: + 420 221 592 361