

ČEZ, a.s.

Výroba a distribuce elektrické energie

Datum vydání analýzy: 17.6.2010

Datum vydání předchozí analýzy: 13.8.2009

Nové doporučení: AKUMULOVAT

Cílová cena CZK: 1 002 CZK

Předchozí doporučení: DRŽET

Předchozí cílová cena CZK: 980 CZK

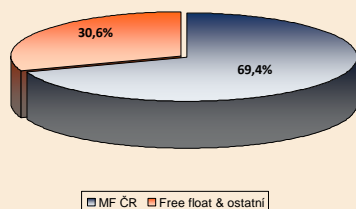
	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Tržby (mld. CZK)	184,0	196,4	195,0	198,6	207,9
EBITDA (mld. CZK)	88,7	91,1	89,1	90,7	97,2
Čistý zisk (mld. CZK)	47,4	51,9	48,7	50,1	51,3
Zisk na akcii (CZK)	86,5	96,6	90,7	93,4	95,6
Dividenda na akcii (CZK)	50,0	53,0	52,9	55,5	56,7
Dividendový výnos (%)	5,4%	5,8%	5,8%	6,0%	6,2%
ROE (%)	27,1%	29,8%	24,1%	23,8%	23,0%
P/E (x)	10,1	9,0	9,6	9,3	9,1
EV/EBITDA (x)	6,6	6,5	6,6	6,5	6,0
P/BV (X)	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1

Zdroj: ČEZ, CYRRUS

Vývoj akcií ČEZ



Struktura akcionářů ČEZ



Základní informace o akcích ČEZ

Data ke dni:	16.6.2010
Cena akcie:	919 CZK
Počet vydaných akcií:	538 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	495 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	19,2 mld.
52-week max:	1 009 CZK
52-week min:	756 CZK
Průměrný denní objem:	690 mil. CZK

Sídlo firmy: Duhová 2/1444
140 53 Praha 4
Česká republika

Web: www.cez.cz

ISIN: CZ0005112300
WKN: 887832
Bloomberg: CEZ CP
Reuters: CEZPsp.PR

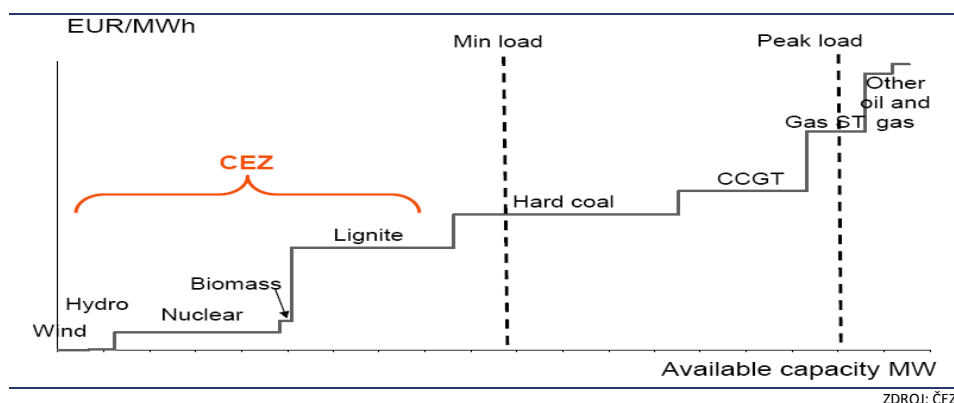
- Trh s elektrickou energií byl v regionu střední a východní Evropy (CEE) v poslední době pod tlakem poklesu poptávky a nižších cen uhlí, zemního plynu a emisních povolenek. Zatímco například cena ropy dosáhla dna na přelomu 2008/09, ceny elektřiny v CEE našly své minimum až v březnu 2010. Od té doby nicméně i na tomto trhu dochází k postupnému oživování a ceny od minim vzrostly o cca 20%. Nyní se tak pohybují na úrovních, za něž ČEZ prodal elektřinu pro rok 2010. Předpokládáme, že ceny na trhu se budou i nadále postupně zvyšovat v souvislosti s očekávaným růstem cen uhlí, zemního plynu a emisních povolenek a také postupným oživováním spotřeby elektrické energie v CEE.
- ČEZ nyní stojí na prahu nové etapy, v rámci níž dojde v reakci na změny systému přidělování emisních povolenek k poměrně zásadní změně struktury výroby ČEZ směrem k plynovým zdrojům. Výroba v nich je dražší, nicméně emisně méně náročná, než u hnědouhelných elektráren. ČEZ se tak sice nevyhne poklesu ziskových marží, dopad však nebude tak výrazný jako u některých jiných evropských utilit.
- Výše uvedené změny spolu s nutností obnovit některé zastaralé uhelné zdroje znamenají, že ČEZ nyní prochází obdobím vysokých investičních nákladů. Zde se ukazuje výhoda velmi nízkého zadlužení ČEZu ve srovnání s konkurencí, což nejenže znamená bezproblémové financování CAPEX, ale také prostor pro další expanzi prostřednictvím akvizic. ČEZ byl v této oblasti velmi aktivní v průběhu loňského roku, nová aktiva se letos pozitivně projeví v hospodářských výsledcích a pomohou tak částečně překonat negativní vliv nižších prodejních cen elektrické energie. V současné době bedlivě monitorujeme akviziční snahy ČEZ na polském trhu, kde se uchází o podíly ve společnostech Energa SA a ZE PAK SA.
- Zisky ČEZ v následujících letech neporostou tak rychle, jak tomu bylo v minulosti. Důvodem bude jen postupné očekávané oživování cen elektřiny, nižší marže z výroby a vyšší finanční náklady. Argumentem pro koupi akcií ČEZ však dnes ani tak nejsou růstové vyhlídky zisku, jako spíše podhodnocení akcií ČEZ na trhu a to jak podle modelu DCF (viz níže), tak i relativně k ostatním konkurentům.
- Na základě posledního vývoje hospodaření ČEZ, nových akvizic, výhledů cen elektřiny a jiných faktorů jsme aktualizovali náš oceňovací model diskontovaných peněžních toků DCF. Zároveň jsme prodloužili první fázi modelu ze 7 na 10 let (2010-2019) tak, abychom dokázali lépe postihnout strukturální změny ve výrobě, jimiž ČEZ prochází a také dopady nové fáze obchodování s emisními povolenkami v Evropě v letech 2013-2020. Model DCF ukazuje **12-měsíční cílovou cenu pro akcie ČEZ ve výši 1 002 CZK**. Tato cena převyšuje aktuální tržní cenu akcií ČEZ (919 CZK, cob 16.6.2010) o 9 %, proto **měníme naše investiční doporučení ze stupně „DRŽET“ na stupeň „AKUMULOVAT“**.

Ceny elektřiny: největší propady za námi, výraznější růst za dveřmi?

Výrobní náklady ČEZ pod úrovní marginálních variabilních nákladů v CEE

Struktura výrobních zdrojů ČEZ s vysokým podílem relativně levných produkčních kapacit je již dlouhodobě dobře známou konkurenční výhodou ČEZ. Společnost v roce 2009 vyrobila 42% elektrické energie v jaderných zdrojích a velkou část z 55% vyrobených v uhelných elektrárnách v hnědouhelných zdrojích. Započtení obnovitelných zdrojů spolu s výše uvedeným znamená, že téměř celá výroba ČEZ se nachází pod úrovní variabilních nákladů marginální elektrárny určující cenu elektřiny na velkoobchodním trhu ve střední Evropě (za marginální elektrárnu považujeme černouhelnou elektrárnu v Německu v pásmu baseload, resp. paroplynovou elektrárnu v peakload).

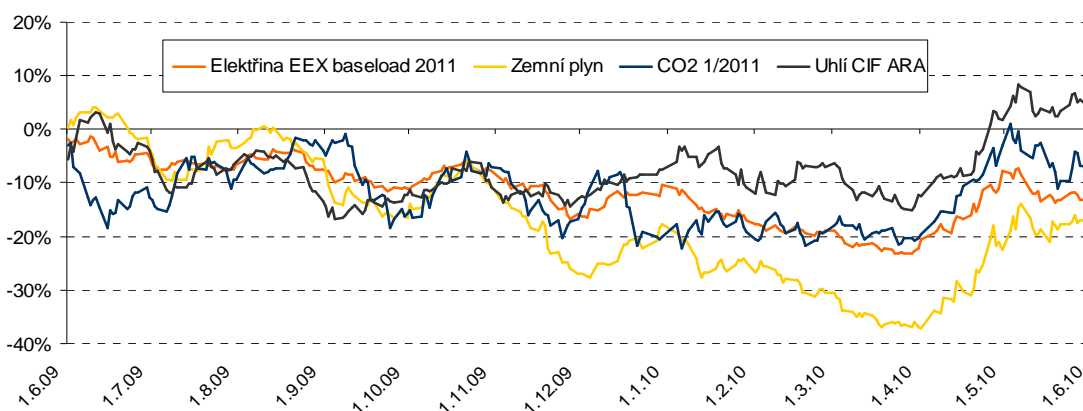
Struktura výroby elektrické energie v regionu střední Evropy



Důsledkem je vysoká citlivost marží ČEZ na změny cen elektřiny

Důsledkem výše zmíněné struktury výroby ČEZ (a také toho, že výroba tvoří cca 1/3 EBITDA skupiny ČEZ) je poměrně vysoká citlivost ziskových marží společnosti na vývoji velkoobchodní ceny elektřiny na příslušném středoevropském trhu (EEX, PXE). Ceny elektřiny v regionu CEE byly dlouho pod značným tlakem. Zatímco ceny některých komodit v průběhu velké části roku 2009 solidně rostly (např. cena ropy je o cca 80% výše než byla na začátku 2009), cena elektřiny na EEX v Lipsku i na PXE v Praze od května 2009 až do března 2010 klesala a v březnu 2010 se dostala na úroveň minimálních hodnot z února 2009 (cca 45 EUR/MWh u baseload 2011 na EEX, viz graf níže). Od dubna nicméně nastalo určité oživení cen, které se dostaly zpět nad 50 EUR/MWh.

Vývoj cen elektrické energie a souvisejících komodit



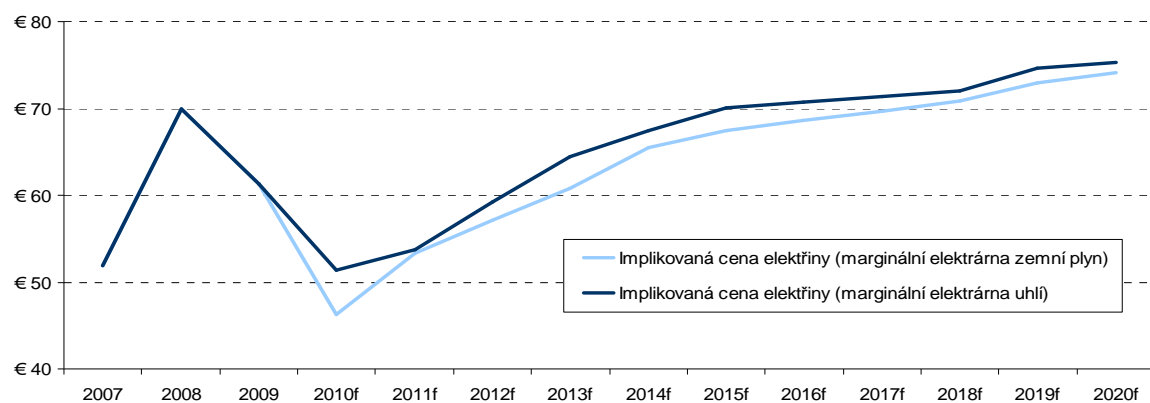
ZDROJ: Bloomberg

Z obr. výše je patrná silná korelace cen elektřiny v CEE s cenami zemního plynu, emisních povolenek a energetického uhlí. To jen potvrzuje výše uvedený argument o tom, že ceny elektřiny jsou v našem regionu závislé především na variabilních nákladech uhelných elektráren (baseload) resp. plynových elektráren (peakload). Ceny uhlí a především zemního plynu byly v minulých měsících pod tlakem relativně nízké poptávky ze strany průmyslu, u emisních povolenek se ekonomický útlum projevil nižší průmyslovou výrobou a tedy i emisemi s příslušným negativním tlakem na ceny CO₂ povolenek.

Ceny elektřiny zůstanou funkcí cen uhlí, zemního plynu a emisních povolenek

Předpokládáme, že i v následujících letech zůstanou ceny elektrické energie funkcí cen uhlí, zemního plynu a emisních povolenek s tím, že postupem času se budou v souvislosti se zpoplatněním emisních povolenek v období 2013-2020 dostávat do pozice marginální elektrárny v CEE plynové zdroje (i v baseload). Vývoj cen elektřiny tak můžeme modelovat pomocí očekávaných cen uhlí, zemního plynu a emisních povolenek. Nižší uvedený model cen je založen na forwardových cenách energetického uhlí (CIF ARA), zemního plynu (NYMEX Henry Hub) pro roky 2011-2014, pro další roky potom počítáme s 2% ročním inflačním růstem cen. U emisních povolenek počítáme s postupným nárůstem ceny až na 28 EUR/t od roku 2015 dále. Kalkulujeme s emisním faktorem 0,95x u uhelné elektrárny resp. 0,40x u plynové elektrárny a s účinností 42% u uhelného zdroje resp. 50% u plynového zdroje.

Implikovaná cena elektrické energie dle očekávaného vývoje cen komodit



ZDROJ: Bloomberg, ČEZ, EEX, CYRRUS, a.s.

Očekáváme postupné zvyšování cen elektrické energie v CEE

Graf výše ukazuje, že v souvislosti s očekávaným růstem cen uhlí, zemního plynu a emisních povolenek lze očekávat postupný nárůst ceny elektrické energie na velkoobchodním trhu v CEE. Elektřina baseload EEX s dodáním v příštím roce se v současné době obchoduje v pásmu mezi 50-55 EUR/MWh, což odpovídá cenám odvozeným výše. V letech 2011-2015 lze očekávat poměrně strmý růst ceny elektřiny na VO trhu. Kromě výše uvedeného očekávaného růstu cen uhlí a zemního plynu (viz futures kontrakty na tyto komodity) bude podle nás podstatným faktorem promítajícím se do rostoucích cen elektřiny zvyšující se cena emisních povolenek EUA v souvislosti s přechodem na období 2013-2020, v němž již utility nebudou dostávat stanovený počet emisních povolenek zdarma (resp. utility v zemích jako ČR nebo Polsko je budou dostávat ve zmenšujícím se objemu).

Předpoklady predikce vývoje ceny elektrické energie v CEE

	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Emisní povolenky (EUA, €/t)	15,0	17,0	20,0	23,5	26,0	28,0	28,0	28,0	28,0	30,0	30,0
Zemní plyn forward (€/MWh)	20,0	23,1	24,4	25,5	27,3	27,9	28,4	29,0	29,6	30,2	30,8
Účinnost Zemní plyn	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Emisní faktor zemní plyn	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Uhlí ARA CIF forward	96,0	97,0	103,9	109,0	110,6	112,3	114,0	115,7	117,4	119,2	121,0
Uhlí ARA CIF (€/MWh)	15,6	15,8	16,9	17,7	18,0	18,2	18,5	18,8	19,1	19,4	19,7
Účinnost ARA	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Emisní faktor ARA	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95
Implikovaná cena elektřiny dle plynu	46,3	53,4	57,1	60,8	65,5	67,5	68,6	69,7	70,9	72,9	74,1
Implikovaná cena elektřiny dle uhlí	51,4	53,7	59,2	64,5	67,5	70,0	70,7	71,4	72,0	74,6	75,3
Průměr plyn & uhlí (vše v €/MWh)	48,8	53,5	58,2	62,6	66,5	68,8	69,6	70,5	71,5	73,8	74,7

ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Výše uvedený scénář růstu cen elektrické energie v CEE má podle našeho názoru dvě základní rizika: tím prvním je situace na trhu se zemním plynem (NG), tím druhým vývoj energetické politiky v sousedním Německu:

Rizikem je rozvoj trhu s LNG a případné prodloužení životnosti jaderných elektráren v Německu

- a) Ceny zemního plynu byly v posledních měsících pod značným tlakem. Ten nebyl způsoben pouze oslabením poptávky v souvislosti s ekonomickým útlumem, ale také růstem nabídky souvisejícím s rozvojem trhu s LNG. V posledních letech došlo k silnému rozvoji trhu s kapalným zemním plynem (LNG), kapacita ve světě roste dvojciferným tempem. Konkrétně v roce 2009 se podle našich odhadů zvýšila kapacita LNG o téměř 20% ve srovnání s rokem 2008, letos i příští rok očekáváme přibližně 10% zvýšení kapacity ročně. V roce 2011 by tak kapacita LNG vzrostla oproti roku 2008 o cca 44%. Bohužel, období boomu trhu s LNG se časově střetlo s globálním ekonomickým útlumem, což vedlo k výraznému propadu cen NG. Vzhledem k tomu, že poptávka po NG se zřejmě bude oživovat jen pozvolna, může na trhu přetrvávat tlak na ceny NG kvůli převisu nabídky.
- b) Druhým rizikem je vývoj v Německu, kde v současné době probíhá intenzivní diskuse o budoucnosti jaderných elektráren. Na trhu se všeobecně předpokládá, že německá vláda nakonec umožní prodloužení životnosti jaderných elektráren, z nichž mnohým podle stávajících zákonů končí životnost a měly by být zavřeny (viz tab. níže).

Jaderné elektrárny v Německu

	kapacita (MW)	v provozu od	životnost	let v provozu	Provozovatel 1	Podíl	Provozovatel 2	Podíl
Biblis A	1 167	1974	2010	36	RWE	100%		
Biblis B	1 227	1974	2010	36	RWE	100%		
Neckarwestheim 1	840	1976	2010	34	EnBW	100%		
Brunsbüttel	806	1976	2011	35	Vattenfall	67%	E.ON	33%
Isar 1	880	1979	2011	32	E.ON	100%		
Philippsburg 1	900	1979	2011	32	EnBW	100%		
Unterwesser	1 410	1978	2012	34	E.ON	100%		
Grefernheinfeld	1 345	1981	2015	34	E.ON	100%		
Gundremmingen C	1 300	1967	2016	49	RWE	75%	E.ON	25%
Krummel	1 400	1983	2017	34	E.ON	50%	Vattenfall	50%
Gundremmingen B	1 300	1967	2017	50	RWE	75%	E.ON	25%
Philippsburg 2	1 400	1979	2018	39	EnBW	100%		
Grohnde	1 430	1984	2019	35	E.ON	83%	Bielefeld	17%
Brokdorf	1 410	1975	2020	45	E.ON	80%	Vattenfall	20%
Isar 2	1 400	1979	2021	42	E.ON	75%	München	25%
Emsland	1 400	1988	2022	34	RWE	88%	E.ON	13%
Neckarwestheim 2	1 400	1976	2023	47	EnBW	100%		
Total	21 015	1978	2016	38				

ZDROJ: E.ON, RWE, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Jak je patrné z tabulky výše, v následujících 3 letech by měly být v Německu uzavřeny nukleární reaktory s celkovou instalovanou kapacitou 7,2 GW. Zároveň jsou nyní v Německu před dokončením moderní nízkouhelné elektrárny s kapacitou 5-6 GW. Současný politický vývoj v Německu je přitom více nakloněn prodloužení provozu jaderných elektráren, což je sice pozitivní pro energetickou bezpečnost Německa, nicméně na trhu s elektrickou energií v CEE to může být dodatečným tlakem na ceny z důvodu přebytečných kapacit, zvláště pokud se poptávka po elektřině (především z průmyslu) nebude oživovat dostatečně rychlým tempem. Předpokládáme, že během druhé poloviny 2010 dojde v Německu k vyjasnění postoje vlády v této otázce.

Průměrná realizovaná cena ČEZ: dno v roce 2011

ČEZ prodává baseload elektřinu na velkoobchodním trhu z velké části pomocí derivátů futures. Prostřednictvím těchto „předprodejů“ se ČEZ dokáže poměrně efektivně hedgeovat proti cenovým fluktuacím, v důsledku čehož se skutečná průměrná prodejní cena elektřiny ČEZ na VO trhu v čase vyhlazuje. Díky tomuto zajišťování se tak průměrná realizovaná cena elektřiny pro rok 2010 udržela na relativně vysoké úrovni 54 EUR/MWh (cena na VO trhu v první části 2010 klesla výrazně pod 50 EUR hranici), na druhou stranu není vyloučený opačný efekt pro následující roky v případě, že ceny elektřiny na trhu budou vyšší než ty, za něž ČEZ již elektřinu na roky 2011-2013 prodal.

**ČEZ zatím prodává
elektřinu na roky 2011 a
2012 pod úrovní cen 2010**

Podle posledních dostupných údajů (conference call k výsledkům za 1Q2010 z 11.5.2010) ČEZ prozatím prodal cca 70% elektřiny baseload na rok 2011 za průměrnou cenu 52 EUR/MWh (tj. -3,7% y/y v EUR) a cca 25% elektřiny na rok 2012 za cenu 51 EUR/MWh. Nižší průměrná dosažená prodejní cena na rok 2012 je způsobena tím, že se tento kontrakt začal ve větším prodávat z časového hlediska později než 2011, tj. v době nižších cen na trhu. Na rok 2013 ČEZ prodal zatím cca 5% elektřiny za průměrnou cenu 52 EUR/MWh. Zajímavé je, že v době vyhlášení výsledků za 1Q se představitelé ČEZ vyjadřovali v tom smyslu, že se snaží co nejvíce urychlit prodeje elektřiny a stěžovali si na nízkou likviditu časově vzdálených futures (především 2013), v posledních dnech se objevily opačné zprávy, tedy že ČEZ utlumil prodeje v očekávání růstu ceny na VO trhu. To odpovídá vývoji ceny na trhu, když jsme pozorovali růst k 54 EUR/MWh na začátku května a poté pokles k 51 EUR/MWh ve druhé polovině měsíce.

Očekávaný vývoj dosažené prodejní ceny elektřiny baseload ČEZ

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Předprodáný podíl (%)	99%	70%	25%	5%	0%	0%
Průměrná realizovaná cena (EUR/MWh)	54,0	52,0	51,0	52,0	0,0	0,0
Zbývá prodat (%)	1%	30%	75%	95%	100%	100%
Očekávaná cena (EUR/MWh)	50,0	53,0	56,0	59,0	63,0	66,0
Celková realizovaná cena baseload (EUR/MWh)	54,0	52,3	54,8	59,0	63,0	66,0
y/y	-12,0%	-3,1%	4,7%	7,8%	6,8%	4,8%
průměrný kurz CZK/EUR	26,1	25,4	24,8	24,0	23,0	22,5
Realizovaná cena baseload v CZK/MWh	1 410	1 330	1 358	1 418	1 446	1 485
y/y	-12,9%	-5,6%	2,1%	4,4%	2,0%	2,7%

ZDROJ: ČEZ, CYRRUS, a.s.

**Ceny v CZK porostou
pomaleji kvůli
očekávanému posilování
CZK**

Podstatným faktorem, který bude ovlivňovat průměrnou dosaženou prodejní cenu ČEZ a tedy i tržby resp. zisky, bude vývoj kurzu CZK vůči EUR (vzhledem k tomu, že elektřina se obchoduje na CEE trzích v EUR a cenotvorným trhem je Německo). Z tabulky výše je patrné, že predikovaný nárůst cen elektřiny v EUR je vyšší než v CZK vyjádření, což odráží očekávané posilování CZK vůči EUR (pozn.: v tabulce je u příslušného roku uveden vždy průměrný kurz CZK/EUR v roce t-1, tedy v roce, v němž ČEZ tradičně prodává největší podíl elektřiny na daný rok).

Zároveň je třeba zdůraznit, že odchylky skutečného vývoje kurzu CZK/EUR mohou mít na hospodářské výsledky ČEZ a potažmo i hodnotu akcií poměrně značný vliv (vzhledem k tomu, že náklady ČEZ jsou převážně v CZK, má rychlejší apreciaci CZK vůči EUR za jinak stejných okolností negativní dopad na provozní výkonnost ČEZ a naopak). My v naší projekci počítáme s tím, že CZK bude ve střednědobém horizontu posilovat vůči EUR až k úrovni 21,5 CZK/EUR v roce 2016 (následně v modelu počítáme s fixním kurzem 21,5 CZK/EUR – přijetí EUR v roce 2017).

CAPEX: ČEZ na vrcholu investičního cyklu

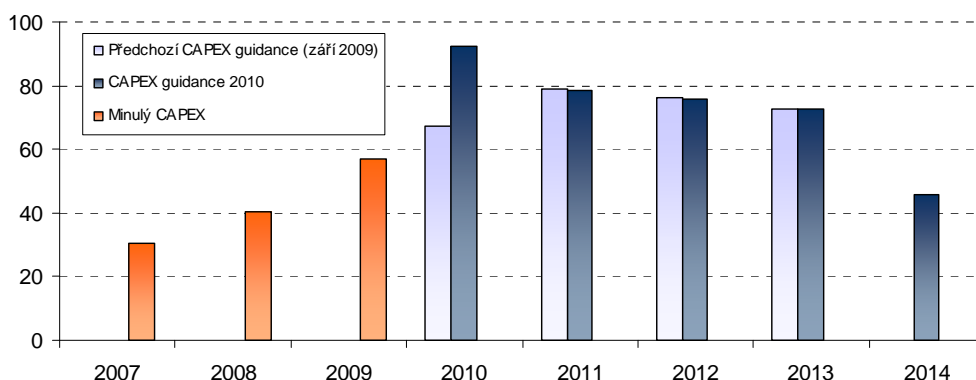
Výrobní náklady ČEZ pod úrovní marginálních variabilních nákladů v CEE

Důraz EU na environmentální otázky v energetice významně ovlivňuje podobu trhu s elektrickou energií v CEE a investiční aktivitu v odvětví. Směřování trhu s emisními povolenkami v EU či podpora OZE se významně podílejí i na strategii ČEZ v oblasti investic do výrobního portfolia. ČEZ se, podobně jako většina jeho konkurentů na evropském trhu, snaží na třetí fázi EU ETS připravovat snížením emisní náročnosti své výroby. V praxi to znamená především:

- investice do kombinovaných plynových elektráren CCGT;
- dostavbu jaderných elektráren v ČR resp. výstavbu nových zdrojů v zahraničí;
- modernizaci stávající uhelné „flotily“ směrem k nižší emisní náročnosti;
- zvyšování podílu OZE na výrobním portfoliu ČEZ.

Začneme tím nejaktuálnějším, obnovitelnými zdroji (OZE). Na solární boom, který v ČR v letošním roce způsobily vysoké (a ekonomicky neopodstatněné) výkupní ceny elektřiny, zareagoval ČEZ vystupňováním investiční aktivity během roku 2010 (zdroje je nutné zapojit před koncem roku 2010, aby obdržely výše zmíněné výhodné podmínky). I díky tomu vzrostl plán letošních kapitálových výdajů CAPEX na 92,5 mld. CZK z původně plánovaných cca 67,5 mld. Kč. Prakticky celé zvýšení CAPEX 2010e (+25 mld. CZK) je spojeno se segmentem výroby, především s investicemi do solárních elektráren.

Vývoj a změny v CAPEX guidance (v mld. CZK)



ZDROJ: ČEZ

CAPEX letos výrazně navýšen kvůli solárnímu boomu

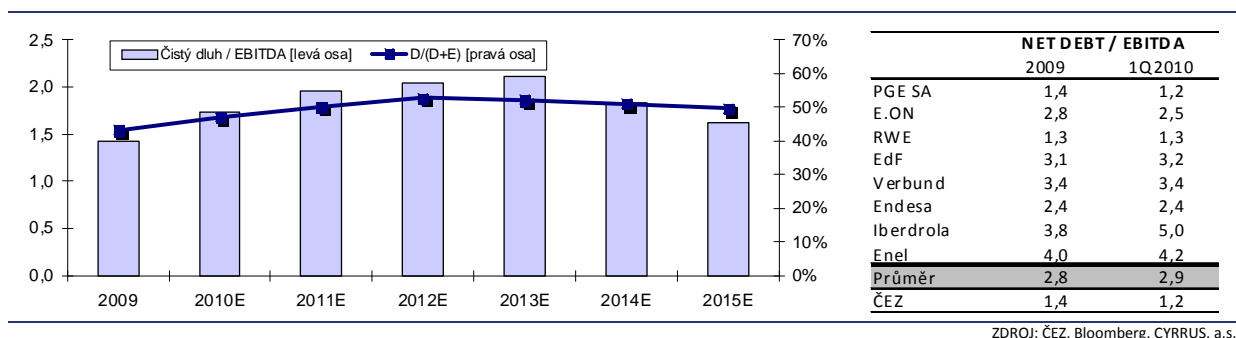
Jak je patrné z obrázku výše, právě v letošním roce ČEZ plánuje nejvyšší CAPEX v celém období až do roku 2014 (kdy končí guidance ČEZ). Kromě výše zmíněných investic do solárních projektů jsou největšími položkami investice do modernizace uhelných elektráren (Tušimice a Ledvice ve výstavbě, Pruněřov v přípravě), přípravné práce na výstavbu plynových zdrojů (Počeradý, Mělník, Varna, Skawina), a větrný park v Rumunsku. Kromě toho začínají přípravné práce v projektu dostavby JE Temelín. Je nutné ještě podotknout, že CAPEX nezahrnuje investiční výdaje projektů konsolidovaných ekvivalencí (tj. především projekty v rámci JV s MOL).

Vysoký letošní CAPEX znamená, že ČEZ letos s velkou pravděpodobností dosáhne negativního volného cash-flow (-14 mld. CZK), které se do pozitivních čísel dostane opět v roce 2012. Celkový plánovaný CAPEX na roky 2010-2014 je 365 mld. CZK, což představuje cca 680 CZK/akcii resp. 77% tržní kapitalizace ČEZ. Po roce 2015-2020 v modelu počítáme s průměrným ročním CAPEX ve výši 44 mld. CZK (vs. 73 mld. CZK v 2010-2014). V tomto odhadu nicméně zatím není zahrnut CAPEX spojený s novými jadernými zdroji, ať už v ČR (dostavba JE Temelín, Dukovany) nebo v zahraničí (Slovensko, Rumunsko).

Výrobní náklady ČEZ pod úrovní marginálních variabilních nákladů v CEE

Výše uvedený plán kapitálových investic zahrnuje jednak obnovu dosluhujících zdrojů, tak i nové výrobní kapacity. ČEZ v roce 2009 disponoval instalovanou kapacitou 14,4 GW, která by podle naší projekce měla vzrůst na 18,5 GW v roce 2015. ČEZ si může dovolit zvyšovat instalovanou kapacitu i přes poměrně velké plánované výdaje na obnovu stávajících kapacit díky nízké zadluženosti. Čistý dluh v současné době (k 1Q2010) činí u ČEZ pouze 1,2x EBITDA, což je výrazně pod průměrem odvětví (2,9x) i pod střednědobým cílem ČEZ (Net Debt/EBITDA 2,0x až 2,5x). Při očekávané EBITDA v roce 2015 ve výši 109 mld. CZK činí dluhová kapacita ČEZ při úrovni čistého dluhu k EBITDA 2,5x (a hotovostní bilanci cca 70 mld. CZK) cca 340 mld. Kč. Při současné výši dluhu 142 mld. CZK to znamená prostor pro dodatečné zadlužení ve výši cca 200 mld. Kč.

Očekávaný vývoj zadlužení ČEZ a srovnání s konkurencí



Převedeno na instalovanou kapacitu – při zjednodušených průměrných investičních nákladech na 1 GW ve výši 1 mld. EUR by to znamenalo prostor pro dluhové financování cca 8 GW kapacity. To přibližně odpovídá výše uvedenému plánu instalované kapacity (cca 4 GW náhrady starých zdrojů + 4 GW nových zdrojů). Vzhledem k tomu, že část CAPEXu dokáže ČEZ financovat z vygenerovaného volného cash-flow, předpokládáme, že poměr čistého dluhu k EBITDA ve skutečnosti dosáhne svého vrcholu v roce 2013 na úrovni 2,1x EBITDA. Znovu je nutné nicméně připomenout, že v modelu dosud nepočítáme s jadernými zdroji – z analýzy je nicméně zřejmé, že ČEZ bude mít dostatečnou kapacitu i na tyto dodatečné investiční výdaje.

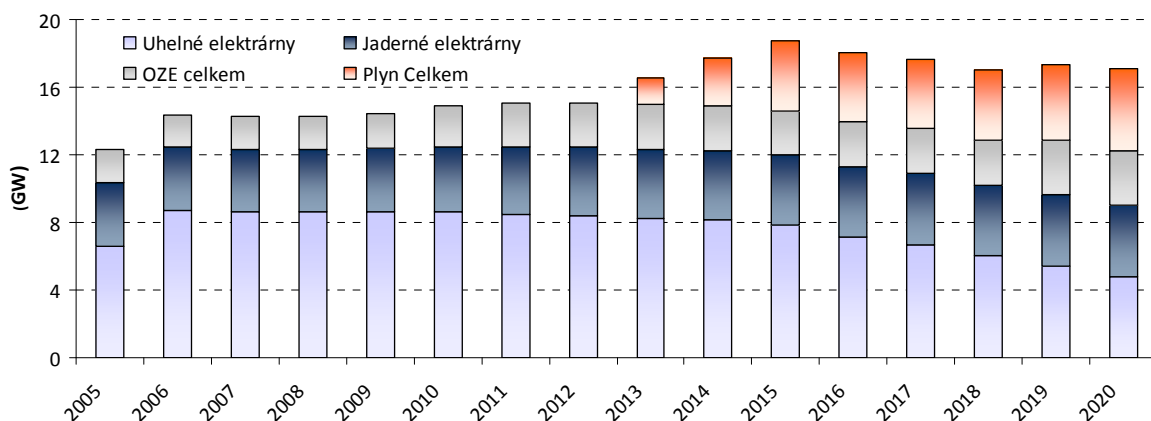
Konkrétní investiční projekty – cesta k nižším emisím

Jak bylo uvedeno výše, ČEZ se ve své střednědobé resp. dlouhodobé strategii výroby zaměřuje na dvě základní oblasti: zprv, zvýšení celkové instalované kapacity svých elektráren (tj. využití výše diskutované nízké zadluženosti ve srovnání s ostatními konkurenty) a změnit strukturu výroby tak, aby významně poklesla emisní náročnost kvůli postupnému zpoplatňování emisních povolenek (viz dále).

Do roku 2015 očekáváme růst instalované kapacity na 18 GW

Graf níže ukazuje, že ze současné hodnoty 14,4 GW instalované kapacity by se elektrárny skupiny ČEZ měly dostat nad 18 GW v roce 2015. U jaderných elektráren počítáme s mírným nárůstem instalované kapacity u JE Temelín (z 2 GW na 2,2 GW do roku 2016) i JE Dukovany (z 1,83 na 2 GW). Jak již bylo řečeno výše, z dalšími jadernými kapacitami nyní v modelu nepočítáme, protože vidíme poměrně nízkou pravděpodobnost toho, že se některý ze zdrojů podaří do roku 2020 připojit (resp. připojení prvních nových zdrojů očekáváme právě kolem let 2019-2020 s výjimkou 3 a 4 bloku JE Cernavoda v Rumunsku, kde bude mít ovšem ČEZ pouze malý menšinový podíl). Podíl jaderných zdrojů na celkové instalované kapacitě ČEZ v roce 2009 dosáhl 26,6%, do roku 2015 počítáme s poklesem podílu na 22%. Důvodem tohoto poklesu bude především růst kapacity vlivem zprovoznění plynových zdrojů.

Očekávaný vývoj instalované kapacity ČEZ



ZDROJ: ČEZ, CYRRUS, a.s.

ČEZ klade důraz na rozvoj plynových zdrojů...

Právě plynové zdroje jsou tím, na co se strategie ČEZ v současné době zaměřuje především. Podobně jako některé jiné utility v Evropě i ČEZ sází na nižší emisní náročnost plynových elektráren (cca 0,4 tun emisí na MWh vyrobené elektrické energie vs. 1 t/MWh u hnědohuhelných elektráren), relativní dostupnost paliva (i když s určitým geografickým rizikem) a rychlost výstavby (postavení kompletní CCGT elektrárny trvá cca 3 roky). Vyšší variabilní náklady výroby než u uhelných zdrojů budou kompenzovány postupným zpoplatňováním emisních povolenek, což významně sblíží výrobní cenu MWh vyrobené v uhelné vs. CCGT elektrárně.

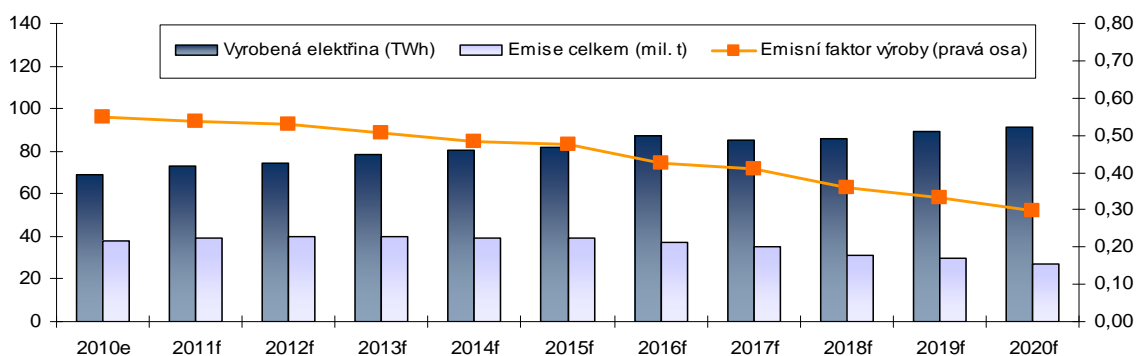
ČEZ v současné době připravuje několik projektů výstavby plynových zdrojů. Na českém území se jedná především o CCGT Počerady, kde již ČEZ obdržel pozitivní výsledek v rámci EIA a uzavřel smlouvy na dodání turbín. Výstavba elektrárny s instalovanou kapacitou 841 MW by měla být zahájena na konci letošního roku, spuštění se předpokládá během 2Q2013. Kromě toho jsou v plánu i CCGT v Mělníku (800 MW) a Úžin (400 MW). V zahraničí ČEZ spolupracuje v rámci JV s maďarskou firmou MOL na stavbě CCGT na Slovensku v Bratislavě (očekávané spuštění na konci roku 2014) a v maďarském Dufi (konec 2013). ČEZ má rovněž záměr postavit v místě jeho současné uhelné elektrárny Skawina v Polsku plynový zdroj o kapacitě 400 MW (očekávané spuštění konec 2014). Celkově počítáme s tím, že ČEZ bude v roce 2015 disponovat instalovanou kapacitou plynových elektráren cca 4 GW, což odpovídá kapacitě jaderných elektráren a činí 22% podíl na očekávané celkové instalované kapacitě ČEZ v roce 2015.

...a spouští největší větrný park na evropské pevnině

ČEZ nedávno oznámil, že do zkušebního provozu uvedl první z větrných turbín v rámci obřího projektu větrného parku v Rumunsku. U obcí Fantanele a Cogealac vyrůstá větrný park o instalované kapacitě 600 MW, přičemž první část projektu zahrnující 139 turbín o celkové kapacitě 347,5 MW (u obce Fantanele) má být spuštěna do konce letošního roku. První turbína byla zkušebně připojena do sítě 1.června 2010, další mají být připojovány postupně a do konce roku by měly již všechny turbíny první fáze v plném provozu. Druhá fáze projektu (u obce Cogealac, instalovaná kapacita 252,5 MW) by měla být postupně připojována během roku 2011. Větrný park, který je největším kontinentálním projektem v Evropě, disponuje příznivými klimatickými podmínkami. Podle ČEZ by mohl čistý faktor využití kapacity dosahovat 28% (typicky u větrných elektráren 20-30%), my v našem modelu počítáme s faktorem kapacity 27,5%, tj. s roční výrobou v plném provozu 1,45 TWh. Tato větrná farma by měla přispět ke splnění cíle ČEZu, do roku 2020 vyrábět 5,1 TWh elektrické energie z OZE (tj. v té době podíl na výrobě cca 5,6%).

Jak ukazuje níže uvedená tabulka, investice do CCGT, větrné farmy v Rumunsku a snižování podílu uhelných elektráren (a navíc jejich nahrazování moderními elektrárnami s nižším emisním faktorem) by mělo pro ČEZ znamenat snížení emisního faktoru na cca poloviční hodnotu vůči produkci ve srovnání s aktuálním stavem.

Očekávaný vývoj emisního faktoru skupiny ČEZ



ZDROJ: ČEZ, CYRRUS, a.s.

ČEZ byl v loňském roce při akviziční chuti. Letos expanze do Polska nebo „jen“ konsolidace?

ČEZ byl v loňském roce velmi aktivní na poli akvizic

ČEZ v loňském roce rozšířil skupinu o další aktiva, především v zahraničí. Držel se přitom geografické oblasti, na niž se dlouhodobě zaměřuje – tedy střední a jihovýchodní Evropu. Během roku 2009 podnik získal podíly v německém těžaři uhlí MIBRAG, tureckém distributorovi SEDAS, elektrárenské společnosti Akenerji a albánské společnosti OSSH. Na domácí scéně získal téměř poloviční podíl v Pražské teplárenské a 15% podíl v Dalkia (+85% podíl v Dalkia Ústí nad Labem). Za tato aktiva utratil (resp. v některých případech teprve utratí) cca 42 mld. CZK (tj. 78 CZK na akcii).

Přehled akvizic ČEZ v průběhu roku 2009

Seznam akvizic	země	specifikace	datum akvizice	podíl ČEZ	cena (mld. CZK)	konsolidace
AkENERJI	Turecko	Energetika	V-09	37,4%	4,9	ekvivalencí
SEDAS	Turecko	Distribuce	II-09	50,0%	6,4*	ekvivalencí
MIBRAG	Německo	Těžba uhlí	VI-09	50,0%	5,6	ekvivalencí
OSSH	Albánie	Distribuce	VI-09	76,0%	2,9	plná kons.
Dalkia	ČR	Energetika	XI-09	15,0%	3,6	ekvivalencí
Dalkia Ústí nad Labem	ČR	Teplárenství	XI-09	85,0%	5,4**	plná kons.
Pražská teplárenská	ČR	Teplárenství	VII-09	48,7%	12,9	ekvivalencí
Suma					41,7	

* Polovina kupní ceny 600 mil. USD byla již zaplacená, zbytek počítáme dle kurzu CZK/USD 21,0.

** Skutečná cena se může lišit v závislosti na výkonnosti Dalkia UnL

ZDROJ: ČEZ, CYRRUS, a.s.

Z hlediska růstového potenciálu vidíme jako nejzajímavější akvizice na tureckém trhu. Akenerji je soukromým výrobcem elektrické energie v Turecku s tržním podílem na výrobě v Turecku cca 2%. Současná instalovaná kapacita pouhých 373 MW by měla podle plánu společnosti do příštího roku narůst o dalších 300 MW (především obnovitelné zdroje – vodní a větrné elektrárny), v přípravě je také projekt CCGT elektrárny s kapacitou 900 MW, která by mohla být uvedena do provozu v roce 2013. Společně s Akenerji navíc ČEZ na tureckém trhu v loňském roce expandoval i v oblasti distribuce elektrické energie koupí společnosti SEDAS za 600 mil. USD (tzn. 300 mil. USD pro ČEZ). Sedas distribuuje elektřinu pro cca 1,3 mil. zákazníků v průmyslově vyspělé oblasti v okolí měst Sakarya, Bolu a Koceali. Společný podnik ČEZ a Akenerji AKCEZ v současné době pracuje na restrukturalizaci a optimalizaci fungování SEDAS.

Naopak do určité míry problémová je podle nás akvizice albánského distributora elektrické energie OSSH. ČEZ koupil tuto celostátní distribuční společnost od albánské vlády v rámci privatizace za 102 mil. EUR s cílem využít zkušeností z restrukturalizace podobných společností v Rumunsku či Bulharsku. Hlavní motivací ČEZu podle nás byl slibný výhled růstu spotřeby elektřiny v Albánii v příštích letech (odhadujeme CAGR 2010-2020 4%) s rozvojem ekonomiky a také počtu domácností připojených k síti (aktuálně má Albánie 3,6 mil. obyv. a 1 mil. odběrových míst). Problémem se nicméně ukazují vysoké ztráty elektřiny způsobené jednak zastaralou přenosovou sítí a také velmi hojnými nelegálními odběry. ČEZ by měl do modernizace přenosové soustavy v příštích letech investovat cca 5 mld. CZK.

Letos plánuje především konsolidaci nových aktiv, ale nelze vyloučit velkou akvizici v Polsku

ČEZ se v poslední době nechal několikrát slyšet, že v letošním roce se bude především soustředit na konsolidaci a restrukturalizaci zahraničních majetkových účastí. I přesto je možné, že se letos „urodí“ větší zahraniční akvizice. Máme na mysli především v současné době vrcholící privatizaci polské energetiky. Po loňském IPO minoritního podílu v největším výrobci elektrické energie v Polsku, společnosti PGE SA, letos polská vláda prodává majoritní podíl ve společnosti Tauron SA (polská dvojka ve výrobě el. energie, úpis právě probíhá) a v Energa SA. Prodej třetí největší elektrárenské společnosti Enea do rukou RWE byl v loňském roce zmařen neshodou na ceně, Polsko i nadále chce po IPO minoritního podílu prodat většinový podíl strategickému investorovi.

Polský trh s elektřinou v číslech

Společnost	Instalovaná kapacita (GW)	Výroba (TWh, 2009)	Tržní podíl na výrobě (%)	Distribuce (TWh)	Tržní podíl na distribuci (%)	Počet zákazníků (v mil.)
PGE SA	12,4	53,8	43%	30,7	26%	5,0
Tauron	5,6	20,9	16%	30,9	27%	4,1
Enea	2,9	12,1	9%	16,5	16%	2,3
PAK	2,5	10,4	7%	0	n.a.	n.a.
Energa	1,2	3,5	3%	20,1	19%	2,8

ZDROJ: Tauron, PGE, CYRRUS, a.s.

Polsko je 6. největším trhem s elektrickou energií v Evropě. Zároveň je však trhem relativně méně rozvinutým podle spotřeby elektřiny na osobu i podle relativní zastaralosti výrobních kapacit. Například roční spotřeba elektrické energie na obyvatele je v Polsku cca 3 MWh/osobu, zatímco v ČR je to 5,5 MWh/osobu a v Německu 6,4 MWh/osobu. Polská ekonomika přežila ekonomickou krizi jako jedna z nejstabilnějších v Evropě a ze střednědobého hlediska v ní vidíme velmi zajímavou kombinaci růstového potenciálu (očekáváme CAGR 2010-2015 3,3% HDP) a umírněného rizika.

Terčem ČEZu se mohou stát Energa SA nebo ZE PAK SA

Určitým problémem, ale zároveň příležitostí pro společnosti, které disponují dostatečnou investiční kapacitou (což je případ ČEZ), je podinvestovanost výrobních zdrojů v Polsku. Dvě třetiny instalované kapacity polských elektráren jsou starší 25 let, do roku 2016 očekáváme odstavení cca 5,6 GW uhelných zdrojů a v současné době se staví pouze jediná nová elektrárna (Belchatow, PGE SA, kapacita 858 MW). UCTE očekává, že rezervní kapacita v Polsku klesne z dnešních 2-3 GW na nulu do roku 2015 (rostoucí poptávka, odstavení elektráren) a do roku 2020 by Polsko potřebovalo cca 10 GW nových zdrojů k udržení soběstačnosti. Pro ČEZ je to příležitost k získání většího podílu na výrobě elektřiny v Polsku a participaci na očekávaném růstu polského energetického trhu.

Vzhledem k tomu, že v současné době již probíhá IPO majoritního balíku akcií ve společnosti Tauron SA (a ČEZ dal najevo, že o minoritní podíl nemá zájem), vidíme dvě potenciální akviziční příležitosti: 1) **Energa SA** – společnost ČEZ podala oficiální nabídku na převzetí 83% podílu v Energa SA. V pátek 11.5. polská strana zúžila seznam uchazečů o Energa SA na 5 kandidátů včetně ČEZ (dalšími jsou PGE, GDF Suez, Kulczyk Holding a EPH). Pohled na tento seznam říká, že ČEZ by mohl mít slušné šance na úspěch v tendru; 2) kromě tendru na Energa SA se ČEZ uchází také o podíl v **ZE PAK**, kde polská vláda nabízí 50% podíl v elektrárnách a 85% podíl v přilehlých dolech. Do fáze due diligence postoupily 4 společnosti (ČEZ, Enea, Rafako SA a RPG Partners).

Volby přinesly uklidnění pro investory, dividenda bude „normální“

**Volby přinesly investorům
ČEZ uklidnění –
mimořádná dividenda
nebude**

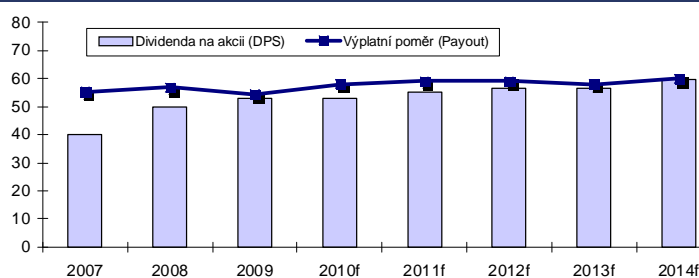
ČEZ se stal díky svému statutu státem vlastněné společnosti součástí předvolební kampaně pro volby do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR. Zatímco největší pravicová strana ODS zmínila možnost prodeje další části akcií ČEZ (se zachováním majority), hlavní pozornost investorů se logicky orientovala na postoj favorita voleb, ČSSD. A tato strana mohutně inzerovala snahu vytáhnout z ČEZ co nejvyšší dividendu nad rámec běžného výplatního poměru (50-60% čistého zisku). Nečekaný volební výsledek, který přinesl vítězství pravice, a který s největší pravděpodobností povede k vytvoření pravicové trojkoalice (ODS, TOP09, VV), prakticky uťal spekulace o výplatě mimořádné dividendy.

Ačkoliv nelze vyloučit, že trh by mimořádnou dividendu krátkodobě přivítal pozitivně (hovořilo se o výplatě cca 20-30 CZK nad rámec 53 CZK dividendy navržené managementem ČEZ, což by znamenalo vysoký dividendový výnos 8-9%), hodnotíme výsledek voleb do PS PČR pro ČEZ za pozitivní. A to nejen z toho důvodu, že se snížila pravděpodobnost použití ČEZ jako nástroje politického populismu, ale také proto, že se do PS PČR nekvalifikovala Strana zelených, která dlouhodobě bojovala proti některým projektům ČEZ (dostavba jaderných elektráren, modernizace stávajících uhelných zdrojů).

**Nepředpokládáme, že by
stát v nejbližší době chtěl
prodávat část podílu v ČEZ**

Rizika nového povolebního uspořádání v ČR pro ČEZ přesto existují: např. prosakují zprávy hovořící o tom, že nová vláda by chtěla změnit stanovky ČEZ tak, aby měla větší slovo ve strategickém rozhodování firmy (zřejmě především kvůli výběru dodavatele nových bloků JE). Kromě toho se musíme vrátit k předvolebním debatám, kde byla ze strany ODS zmíněna možnost budoucího dalšího prodeje části státního podílu. Ten v současné době dosahuje téměř 70% a nutnost konsolidace veřejných financí může zvyšovat motivaci státu k prodeji další části akcií ČEZ tak, aby státu pohodlně zůstala majoritní většina. Domníváme se nicméně, že stát nebude s případným prodejem části akcií ČEZ příliš pospíchat, především kvůli nepříznivé ceně akcií ČEZ na trhu. Navíc vzhledem k aktuálnímu vysokým investičním potřebám ČEZ a nepříznivým podmínkám na trhu nelze očekávat, že by ČEZ spustil zpětný odkup akcií (buyback), který při posledním prodeji akcií státu (cca 4,6% akcií) vyrovnával prodejní tlaky na trhu.

Výhled dividend ČEZ a srovnání dividendových výplatních poměrů s konkurencí



	Dividend yield		
	2009	2010E	2011E
PGE SA	4,6%	3,9%	4,5%
ENEA	3,7%	4,5%	4,9%
E.ON	6,3%	6,6%	6,8%
RWE	6,4%	6,6%	7,0%
EdF	3,4%	3,8%	4,1%
Verbund	3,2%	3,8%	4,3%
Endesa	6,0%	6,0%	6,2%
Iberdrola	6,3%	6,4%	6,9%
Enel	7,0%	7,0%	7,5%
Average	5,2%	5,4%	5,8%
ČEZ	5,8%	5,8%	6,1%
Premium/discount	11,5%	7,9%	4,9%

ZDROJ: ČEZ, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

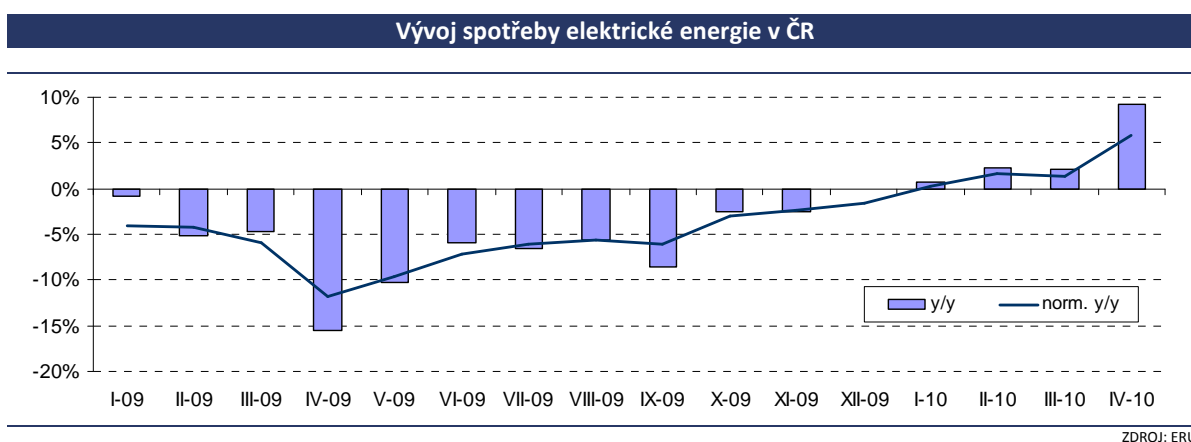
Management firmy ČEZ navrhl valné hromadě výplatu dividend ve výši 28,5 mld. CZK, což znamená 53 CZK na akcii a 55,3% čistého zisku vykázaného za rok 2009. Návrh dividendy (poslední den s nárokem na dividendu je 22.6.2010) tak odpovídá tradičnímu výplatnímu poměru 50-60% konsolidovaného čistého zisku, i když my jsme očekávali dividendu o něco vyšší, cca 55 CZK/akcii. Není nicméně vyloučeno (což potvrdil i dočasný ministr financí Janota), že se dividenda na VH mírně zvýší až na zmíněných 55 CZK. Dividenda ve výši 53 CZK představuje dividendový výnos 5,8%, což je mírně nad průměrem odvětví (5,2%). Důvodem, proč podle nás ČEZ přistoupil k o něco nižší dividendě než očekával trh, je podle nás snaha vyhnout se riziku meziročního snížení dividendy v roce 2011 (tj. ze zisku 2010, který očekáváme nižší než za rok 2009). S ohledem na to, že v následujících letech očekáváme poměrně plochý vývoj zisku, ani dividenda již neporoste takovým tempem jako v posledních letech.

Výrobní marže klesnou, kompenzovat je bude segment distribuce

Hospodářské výsledky ČEZ za 1Q2010 přinesly nečekaně vysoké tržby, ale zisky v souladu s očekáváním (tedy nižší marže). Jedná se o důsledek určité změny, která pravděpodobně přetrvá určitou dobu. Tradiční tahoun hospodářských výsledků ČEZ, segment výroby a obchodu, je nyní pod tlakem nepříznivého vývoje cen (viz výše) a poklesu poptávky po elektřině v CEE, tržby nicméně dostávají podporu ze segmentu distribuce a prodeje, kde se projevuje růst tarifů i loňská akvizice albánské distribuční společnosti OSSH.

Spotřeba elektřiny v ČR se začíná oživovat, i když z nízkých úrovní

O cenách elektřiny (z pohledu nabídky) jsme pojednávali v úvodu této analýzy. Nyní se ještě krátce podíváme na vývoj poptávky po elektrické energii v ČR. Jak ukazuje obr. níže, dna trh z pohledu poptávky dosáhl v dubnu 2009, od té doby lze pozorovat postupné zlepšování meziroční bilance spotřeby v ČR, i když meziroční růst se dostavil až se začátkem roku 2010. Na obr. níže vidíme, že spotřeba v dubnu 2009 klesla velmi výrazně, o 15,5% resp. 11,8% po přepočtu na teplotní normál. Právě hodnoty přepočtené na teplotní normál (norm. y/y) jsou klíčové k odhalení trendů ve spotřebě v ČR.



Vidíme, že v posledním doposud známém měsíci, tedy v dubnu 2010, vzrostla spotřeba meziročně o 5,8% (bez přepočtu dokonce o 9,2%, vliv teplotně podprůměrného dubna). Toto meziroční zlepšení však musíme vnímat ve světle velmi nízké srovnávací základny v dubnu 2009. Např. ve srovnání s dubnem 2008 (tedy ještě předkrizovým měsícem) byla spotřeba v dubnu 2010 stále ještě o 6,7% nižší. Proto zatím nejsme přesvědčeni o tom, že se jedná o výraznější oživení poptávky po elektrické energii. To také odpovídá aktuální ekonomické situaci v ČR, kde pozorujeme stabilizaci a mírné oživení růstu, nikoliv však zásadní zlepšení. ČEZ sám v letošním roce očekává růst spotřeby elektrické energie v ČR o 1% (v 1Q2010 +1,7% bez přepočtu na teplotní normál) a růst výroby o 4,5% na 62,6 TWh, což nebude stačit kompenzovat propad cen.

Očekáváme pozitivní vliv nového regulačního období na zisky z distribuce

V následujících 2-3 letech, kdy budou tržby (a zisky) ČEZ negativně ovlivňovat výše zmíněné relativně nízké ceny elektřiny na velkoobchodním trhu, bude hospodářským výsledkům společnosti vítanou oporou segment distribuce a prodeje. Již 1Q2010 naznačil velmi pozitivní čísla, která sice ve zbytku roku budou umírněna náklady souvisejícími s povinným výkupem elektřiny z fotovoltaických zdrojů, i přesto lze očekávat velmi solidní čísla za celý rok 2010 i za roky následující. Kromě toho, že ČEZ nyní konsoliduje nová aktiva v Albánii (OSSH, která však zatím nepřináší pozitivní výsledek na EBITDA), lze počítat s pozitivním vlivem vyšších regulovaných tarifů. ČEZ od ledna 2010 přešel do nového 5-letého regulačního období (2010-2014). V něm dojde postupně k narovnání poměrně značného rozdílu mezi účetní hodnotou distribučních aktiv (BV) a aktivy akceptovanými regulátorem pro výpočet tarifů (RAB). Toto postupné narovnávání by mělo vést v následujících 5 letech k nárůstům distribučních tarifů o 7% ročně (CAGR 2010-2015).

ČEZ by měl splnit svůj cíl zisků pro letošní rok bez problémů

ČEZ očekává, že letos dosáhne EBITDA na úrovni 88,7 mld. CZK (-3% y/y), EBIT 63,1 mld. CZK (-7% y/y) a čistý zisk 46,7 mld. CZK (-10% y/y). Kromě toho upozorňuje na možný 1-2 mld. CZK negativní vliv související s nečekaně silným boomem fotovoltaiky v ČR. My v našem modelu nicméně předpokládáme, že ČEZ dokáže splnit guidance na úrovni EBITDA i EBIT a na úrovni čistého zisku počítáme s výsledkem o cca 1,5 mld. CZK lepším (viz níže). Důvodem je především pozitivní vliv přecenění opcí na akcie MOL a přínos nových akvizic konsolidovaných ekvivalencí. Naopak v letech 2011-2012 jsme spíše pod konsensuálním odhadem trhu (guidance ČEZ není k dispozici, firma dává výhled vždy jen na probíhající fiskální rok na provozní úrovni (2011) resp. na provozní i čisté úrovni (2012)). Důvodem je pravděpodobně a) nižší očekávaná průměrná realizovaná cena ČEZ (jsme tedy konzervativnější v odhadu oživení ceny na VO trhu); b) vyšší očekávané provozní náklady. U čistého zisku 2011 jsme naopak optimističtější, což je zřejmě důsledkem očekávaného pozitivního vlivu regulovaných tržeb souvisejících s vývojem ve fotovoltaickém sektoru.

Očekávané výsledky hospodaření ČEZ

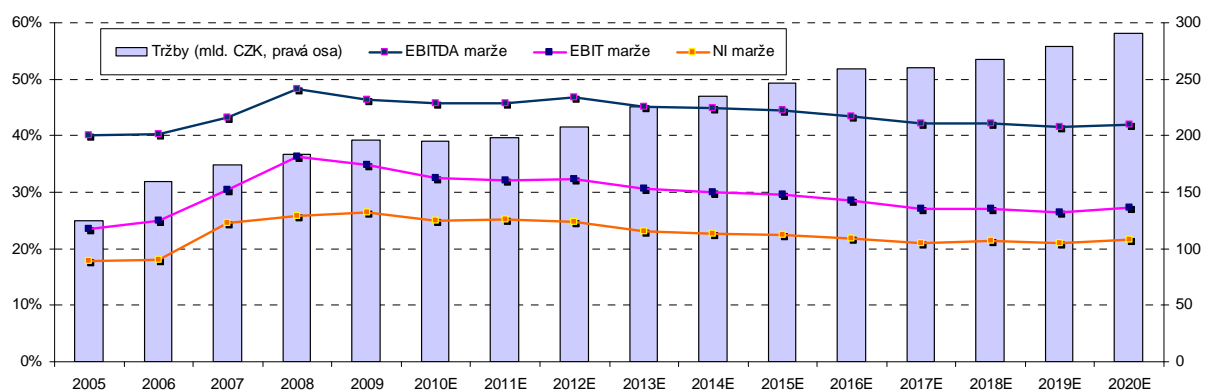
(mld. CZK)	2010			2011			2012		
	EBITDA	EBIT	Čistý zisk	EBITDA	EBIT	Čistý zisk	EBITDA	EBIT	Čistý zisk
Predikce CYRRUS	89,1	63,5	48,4	90,7	63,8	49,8	97,2	67,3	51,0
ČEZ guidance	88,7	63,1	46,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bloomberg consensus*	89,1	64,9	48,5	92,6	65,9	49,3	99,0	71,2	53,2

ZDROJ: ČEZ, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Pokles marží je nicméně nevyhnutelný

Celkový pohled na očekávaný vývoj ziskových marží (viz obr. níže) ukazuje, že ČEZ má zřejmě již svůj „maržový“ vrchol za sebou. Z krátkodobého hlediska budou marže tlačit níže důsledky hospodářské krize, tedy nižší ceny i prodané objemy elektřiny, v době, kdy již očekáváme výraznější narovnání cen ve srovnání s předkrizovou dobou, vstoupí ČEZ do další, třetí fáze obchodování s emisními povolenkami v EU, kde již bude nucen postupně povolenky nakupovat (od 30% v roce 2013 až do 100% v roce 2020). ČEZu se tím jednak zvýší náklady o nakoupené povolenky (v druhé polovině období 2013-2020 očekáváme náklady na povolenky 13-15 mld. CZK ročně), jednak se přesunem své výroby směrem k plynovým zdrojům dostane do byznysu nižších marží.

Očekávaný vývoj tržeb a ziskových marží ČEZ



ZDROJ: ČEZ, CYRRUS, a.s.

Tyto negativní důsledky nyní alespoň částečně tlumí program „Efektivita“, zaměřený na nákladové úspory a celkový nárůst efektivity činností v rámci skupiny ČEZ. Tento program by mezi lety 2009-2013 měl podle odhadů ČEZ přinést úspory provozních nákladů ve výši 21,6 mld. CZK (40 CZK/akcii), z nichž cca 1/3 již proběhla v roce 2009. V letošním roce očekává ČEZ příspěvek programu k vyšší EBITDA na úrovni 6,2 mld. CZK, my jsme o něco konzervativnější (-5,6 mld. CZK). I díky tomuto programu očekáváme, že provozní náklady ČEZ se letos zvýší meziročně o relativně nízkých 2,6% na 131,5 mld. CZK a EBIT marže tak dosáhne 32,5% vs. 34,7% v roce 2009. Díky vyšším očekávaným odpisům očekáváme pokles EBITDA marže méně výrazný než u EBIT (z 46,4% na 45,7%).

Ocenění metodou tržního srovnání

Pro účely srovnání tržního ocenění akcií ČEZ s odvětvím výrobců elektrické energie v Evropě jsme vytvořili skupinu 9 evropských utilit (dále peer group). Jejich charakteristiky nejsou vždy plně srovnatelné se strukturou ČEZ (což tradičně vidíme jako největší překážku pro ocenění metodou srovnání), nicméně trh srovnání velmi často používá, zvláště v období současného ekonomického útlumu. Pro srovnání používáme tradiční ukazatele používané v tomto odvětví, tj. především EV/EBITDA, P/E a dividendový výnos (DY). Naše odhady příslušných veličin ČEZ (již bez dividendy za rok 2009) doplňujeme konsensuálním odhadem Bloomberg pro ostatní srovnávané společnosti v rámci peer group (jsou použity závěrečné ceny ze dne 15.6.2010).

Srovnání ocenění dle EV/EBITDA a EV/SALES

	EV/EBITDA				EV/SALES				
	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
PGE SA	5,3	5,8	5,1	4,6	PGE SA	1,9	2,0	1,8	1,7
ENEA	6,0	5,2	4,3	3,7	ENEA	1,0	1,0	0,9	0,8
E.ON	6,6	5,9	5,8	5,7	E.ON	1,0	1,0	0,9	0,9
RWE	4,5	4,4	4,3	4,0	RWE	0,9	0,8	0,8	0,8
EdF	7,2	6,8	6,3	5,9	EdF	1,9	1,8	1,7	1,6
Verbund	10,4	12,1	10,9	9,6	Verbund	3,7	4,2	3,8	3,5
Endesa	5,9	6,1	6,0	5,8	Endesa	1,7	1,8	1,8	1,7
Iberdrola	9,3	8,9	8,3	7,7	Iberdrola	2,5	2,5	2,5	2,4
Enel	7,3	7,0	7,3	6,6	Enel	1,8	1,7	1,7	1,6
Average	6,9	6,9	6,5	6,0	Average	1,8	1,9	1,8	1,7
ČEZ	6,5	6,6	6,5	6,0	ČEZ	3,0	3,0	3,0	2,8
Premium/discount	-6,9%	-4,4%	-0,2%	1,2%	Premium/discount	63,7%	62,2%	67,8%	69,0%

ZDROJ: společnosti, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

**Tržní srovnání indikuje
mírné podhodnocení akcií
ČEZ**

Jak je patrné z tabulky výše, ČEZ se v současné době obchoduje na úrovni 6,6x EV/EBITDA 2010e, což je o cca 4% pod úroveň odvětví. Vzhledem k tomu, že v následujících dvou letech (2011-2012) očekáváme, že EBITDA ČEZ poroste mírně pomaleji než celkový trh, dostáváme se u EV/EBITDA 2012e na průměr odvětví. Domníváme se, že ČEZ by se měl na základě EV/EBITDA obchodovat s premií vůči trhu díky vyšším ziskovým maržím a nižší rizikovitosti (měřené nižším zadlužením a koeficientem beta) při průměrném dlouhodobém očekávaném růstovém potenciálu. V tabulce výše ukazujeme i doplňkový ukazatel ocenění EV/Sales, na základě něhož se ČEZ tradičně obchoduje s výraznou premií vůči trhu. Jednoznačným důvodem jsou vysoce nadprůměrné ziskové marže.

Srovnání ocenění dle P/E a dividendového výnosu

	P/E				Dividend yield				
	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
PGE SA	10,9	12,1	10,5	9,3	PGE SA	4,6%	3,9%	4,5%	5,1%
ENEA	15,4	11,5	8,9	7,6	ENEA	3,7%	4,5%	4,9%	5,4%
E.ON	7,9	8,9	8,5	8,4	E.ON	6,2%	6,5%	6,7%	6,8%
RWE	8,4	8,1	8,1	7,6	RWE	6,4%	6,6%	6,9%	7,2%
EdF	16,5	16,8	14,3	12,6	EdF	3,4%	3,7%	4,1%	4,7%
Verbund	13,1	16,9	14,0	11,8	Verbund	3,0%	3,5%	4,1%	4,7%
Endesa	5,8	8,6	8,9	8,5	Endesa	5,9%	5,9%	6,0%	6,1%
Iberdrola	9,8	10,1	9,7	8,7	Iberdrola	6,3%	6,4%	6,8%	7,4%
Enel	8,5	8,5	8,4	8,0	Enel	6,9%	6,9%	7,4%	7,6%
Average	10,7	11,3	10,2	9,1	Average	5,1%	5,3%	5,7%	6,1%
ČEZ	9,1	9,7	9,4	9,2	ČEZ	6,1%	6,1%	6,4%	6,5%
Premium/discount	-15,2%	-14,2%	-7,6%	0,5%	Premium/discount	18,3%	14,3%	11,9%	6,5%

ZDROJ: společnosti, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Dle P/E 2010e se ČEZ nyní obchoduje se 14% diskontem vůči sektoru. Tento výrazný diskont částečně odráží nižší očekávaný růst zisku v následujících letech, což lze dokumentovat na tom, že dle P/E 2012e se již ČEZ obchoduje na úrovni odvětví. Při průměrném výplatním poměru ČEZu, průměrných dlouhodobých vyhlídkách růstu a nižší rizikovitosti bychom i zde (podobně jako u EV/EBITDA) očekávali, že se ČEZ bude obchodovat s mírnou premií vůči trhu. Podobně jako u EV/EBITDA se nám tedy aktuální ocenění ČEZ jeví jako mírně podhodnocené. Ve stejném duchu vyznívá i srovnání dividendových výnosů, kde je ČEZ nad průměrem odvětví.

Ocenění dle modelu diskontovaných peněžních toků DCF

První fázi modelu DCF jsme prodloužili na 10 let

Pro stanovení 12-měsíční cílové ceny tradičně používáme model diskontovaných peněžních toků (DCF). Ve srovnání s posledním oceněním jsme učinili ve vstupních parametrech modelu DCF několik změn týkajících se jak diskontní sazby, tak i délky predikovaného období. Především jsme prodloužili délku první (explicitně predikované) fáze modelu FCFF z původních 7 let na 10 let (tj. na období 2010-2019) tak, aby tato fáze dokázala lépe reflektovat strukturální změny v hospodaření ČEZ (výstavba nových zdrojů, nové období pro obchodování s emisními povolenkami apod.).

Pro první fázi modelu (2010-2019) počítáme s průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC) 7,9%, pro druhou fázi s WACC 8,1%. Detaily výpočtu WACC jsou uvedeny v následující tabulce:

Vstupní parametry diskontního modelu								
	Váha dle aktiv	Risk-free rate	Beta vs. PX	US historical premium	CDS spread	Equity/bond spread	Equity risk premium	Cost of Equity
CZE	83%	4,30%			1,00%			
ROM	9%	7,50%			3,60%			
BUL	5%	6,00%			3,20%			
POL	3%	5,80%			1,40%			
		4,72%	0,90	4,50%	1,35%	1,5	6,5%	10,6%
		Cost of Debt	Effective tax rate	After-tax cost of debt	D/(D+E)	WACC (1st stage)	D/(D+E)	WACC (2nd stage)
		5,50%	20,00%	4,4%	43,0%	7,9%	40,0%	8,1%

ZDROJ: Bloomberg, Damodaran, CYRRUS, a.s.

Bezriziková sazba (RFR) ve výši 4,72% je složena z aktuálních výnosů 10-letých státních dluhopisů ČR, Rumunska, Bulharska a Polska (váženo dle podílu na celkových aktivech). Riziková prémie je tvořena historickou premií pozorovanou na US trhu ve výši 4,5% (použita data z USA díky dlouhé časové řadě), k níž připočítáváme rizikovou přírážku výše zmíněných zemí měřenou CDS spreadem (5-leté CDS) násobeným faktorem 1,5x (reflektující vyšší volatilitu akciových trhů vs. dluhopisový trh). Celkové náklady vlastního kapitálu tak vycházejí ve výši 10,6%. V analýze dále počítáme s náklady cizího kapitálu ČEZ ve výši 5,5%, po zdanění efektivní daňovou sazbou 20% potom 4,4%. Při aktuálním poměru cizího vs. vlastního kapitálu 43:57 vychází WACC pro období 2010-2019 ve výši 7,9%, pro druhou fázi (pokračující růst, CV) počítáme s poměrem cizího a vlastního kapitálu 40:60 (očekávaný poměr v roce 2020) a tedy WACC ve výši 8,1%.

Model DCF

mil. CZK	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBIT	63 464	63 797	67 296	68 947	70 655	72 935	74 074	70 500	72 116	73 639	79 095
Tax	12 058	12 121	12 786	13 100	13 424	13 858	14 074	13 395	13 702	13 991	15 028
NOPAT	51 406	51 675	54 510	55 847	57 230	59 077	60 000	57 105	58 414	59 648	64 067
D&A	25 603	26 880	29 883	32 702	34 819	36 425	38 361	39 523	40 712	41 925	43 163
CAPEX	92 522	78 544	75 670	72 250	45 801	44 900	44 900	44 900	44 900	44 900	43 163
Change in WC	1 579	601	-315	1 426	-206	906	747	81	383	690	703
FCFF	-13 934	613	8 408	17 725	46 043	51 509	54 207	51 809	54 610	57 364	64 770
Discount factor	0,93	0,86	0,80	0,74	0,68	0,63	0,59	0,54	0,50	0,47	0,43
Discounted FCFF	-12 911	526	6 689	13 066	31 451	32 602	31 792	28 155	27 499	26 766	28 003
NPV of 1st stage	185 635										
NOPAT t+1	64 067										
ROIC	12,2%										
Nominal growth to infinity	2,5%										
WACC to infinity	8,1%										
Continuing value	907 257										
NPV of CV	415 827										
CV share of EV	69%										
Enterprise Value	601 463										
minus Net Debt	113 695										
minus Nuclear Provision	37 152										
minus Non-controlling interests	6 314										
plus equity consolidated stakes	25 875										
plus MOL stake	12 891										
NPV (mil. CZK)	483 067										
Common shares outstanding (mil.)	533,4										
NPV per share (CZK)	905,6										
12M Target Price (CZK)	1 002										

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Na základě modelu DCF stanovujeme 12-měsíční cílovou cenu 1002 CZK a zvyšujeme doporučení na „Akumulovat“

Na základě výše uvedených předpokladů jsme pomocí modelu DCF ve verzi FCFF dospěli k **12-měsíční cílové ceně akcie ČEZ ve výši 1002 CZK**. Tato cílová cena převyšuje aktuální cenu akcií ČEZ na trhu (919 CZK, cob 16.6.2010) o 9%, proto **zvyšujeme naše investiční doporučení ze stupně „DRŽET“ na stupeň „AKUMULOVAT“**.

Závěry výše zmíněného DCF modelu jsou v souladu s provedenou analýzou srovnáním s konkurencí pomocí ukazatelů EV/EBITDA resp. P/E (viz str. 14 této analýzy). Podle této analýzy se akcie ČEZ obchodují na úrovni průměru odvětví dle EV/EBITDA 2011e resp. s 8% diskontem vůči průměru dle P/E 2011e. podle našeho názoru by se akcie ČEZ měly obchodovat s cca 10% premií na základě EV/EBITDA resp. na úrovni průměru odvětví dle P/E. To by indikovalo férovou cenu akcií ČEZ v intervalu 950-990 CZK/akcii.

Závěry analýzy pomocí modelu DCF tradičně doplňujeme analýzou citlivosti na změny vstupních předpokladů modelu. Konkrétně jsou v tabulce níže uvedena citlivost cílové ceny akcií ČEZ na změnu vážených průměrných nákladů kapitálu WACC a předpokládané rentability investovaného kapitálu (ROIC) pro fázi pokračujícího růstu CV.

Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

		ROIC to infinity				
		9,2%	10,7%	12,2%	13,7%	15,2%
WACC to infinity	7,1%	1 100	1 151	1 189	1 219	1 243
	7,6%	1 006	1 052	1 087	1 114	1 135
	8,1%	929	971	1 002	1 027	1 046
	8,6%	864	903	931	954	972
	9,1%	809	845	871	892	909

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Přehled finančních výkazů a ukazatelů

INCOME STATEMENT		2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
<i>(CZK bil.)</i>									
Sales		183,96	196,35	195,00	198,57	207,90	225,05	235,02	246,25
Fuel		16,18	15,81	15,28	15,59	16,14	16,80	17,26	17,78
Purchased power and services		41,67	48,17	50,04	51,10	52,20	55,20	56,80	58,92
Repairs & maintenance		5,60	6,04	5,99	6,04	6,26	6,52	6,85	7,06
Personnel expenses		16,96	18,12	19,58	19,74	20,22	21,57	22,32	23,10
Material		4,59	5,27	4,79	4,88	5,07	5,34	5,61	5,95
Operating costs total		117,30	128,15	131,54	134,77	140,60	156,10	164,37	173,32
EBITDA		88,70	91,08	89,07	90,68	97,18	101,65	105,47	109,36
Depreciation & amortization		22,05	22,88	25,60	26,88	29,88	32,70	34,82	36,43
EBIT		66,65	68,20	63,46	63,80	67,30	68,95	70,65	72,94
Net interest expense		1,84	2,50	1,91	1,95	1,98	2,02	2,06	2,10
Nuclear provisions		2,06	2,17	2,29	2,31	2,34	2,36	2,38	2,41
Pre-tax		60,72	64,95	59,61	61,42	62,80	63,75	65,14	67,66
Income tax		13,37	13,09	10,94	11,27	11,52	11,69	11,94	12,40
Net income		47,35	51,86	48,67	50,15	51,28	52,06	53,20	55,26
Non-controlling interests		0,84	0,31	0,29	0,30	0,31	0,31	0,32	0,33
Net income after minorities		46,51	51,55	48,38	49,85	50,97	51,75	52,88	54,93
EPS (CZK)		86,5	96,6	90,7	93,4	95,6	97,0	99,1	103,0
BALANCE SHEET									
<i>(CZK bil.)</i>									
Total Non-Current Assets		346,2	415,0	446,6	478,4	506,9	531,2	528,6	524,1
Cash & equivalents		17,3	26,7	37,9	55,1	76,4	66,8	80,8	93,8
Total Current Assets		128,0	115,3	123,3	142,4	168,3	168,6	184,6	202,7
Total assets		473,2	530,3	569,9	620,8	675,2	699,8	713,3	726,8
Shareholder's equity		173,3	200,4	209,8	221,2	232,3	243,6	254,3	265,8
Non-controlling interests		12,2	6,3	6,8	7,4	8,1	8,4	8,6	8,7
Equity		185,4	206,7	216,6	228,6	240,4	252,0	262,8	274,5
Total Non-Current Liabilities		122,2	177,2	219,0	254,3	288,1	291,2	290,7	287,6
Total Current Liabilities		153,6	146,4	134,3	137,9	146,7	156,6	159,8	164,7
Total Liabilities		275,8	323,6	353,3	392,2	434,8	447,8	450,4	452,3
Equity & Liabilities		473,2	530,3	569,9	620,8	675,2	699,8	713,3	726,8
RATIOS & MULTIPLES									
Earnings per share	(CZK)	86,5	96,6	90,7	93,4	95,6	97,0	99,1	103,0
Payout ratio	(x)	0,57	0,55	0,58	0,59	0,59	0,58	0,60	0,60
Dividend per share	(CZK)	50,0	53,0	52,9	55,5	56,7	56,6	59,8	62,2
Dividend yield	(%)	5,4%	5,8%	5,8%	6,0%	6,2%	6,2%	6,5%	6,8%
ROaE	(%)	27,0%	27,6%	23,6%	23,1%	22,5%	21,7%	21,2%	21,1%
ROE	(%)	27,1%	29,8%	24,1%	23,8%	23,0%	22,3%	21,7%	21,6%
ROIC	(%)	16,0%	17,1%	13,5%	12,4%	11,5%	10,9%	10,9%	11,1%
ROaA	(%)	15,8%	13,6%	11,5%	10,7%	10,4%	10,0%	10,0%	10,1%
EBITDA margin	(%)	48,2%	46,4%	45,7%	45,7%	46,7%	45,2%	44,9%	44,4%
EBIT margin	(%)	36,2%	34,7%	32,5%	32,1%	32,4%	30,6%	30,1%	29,6%
Net Income margin	(%)	25,7%	26,4%	25,0%	25,3%	24,7%	23,1%	22,6%	22,4%
Interest coverage	(x)	36,2	27,3	33,2	32,8	33,9	34,1	34,3	34,7
Net Debt/EBITDA	(x)	1,0	1,4	1,7	1,9	1,9	2,0	1,7	1,5
P/E	(x)	10,1	9,0	9,6	9,3	9,1	9,0	8,8	8,4
EV/EBITDA	(x)	6,6	6,5	6,6	6,5	6,0	5,8	5,6	5,4
P/BV	(x)	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9	1,8

ZDROJ: ČEZ, CYRRUS, a.s.

Informace CYRRUS, a.s. dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **17.6.2010**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	1	14,3
Akumulovat	4	57,1
Držet	2	28,6
Prodat	0	0,0

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvláště pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

Koupit:

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Akumulovat:

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Držet

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +-5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

Prodat

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Časové rozlišení:

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Analytik	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Analytik	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Analytik	potmesil@cyrrus.cz	Farmacie, development
Ondřej Moravanský	Analytik	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Peter Dömény	Brno	domeny@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Praha	potmesil@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. a Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost 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 nenes odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure): 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 zpravodajství je možno nalézt na <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