

Stále má investorovi co nabídnout

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: AKUMULOVAT
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 970 CZK

Datum vydání analýzy: 29. března 2011
Současná tržní cena: 879 CZK
Potenciál k cílové ceně: 10%

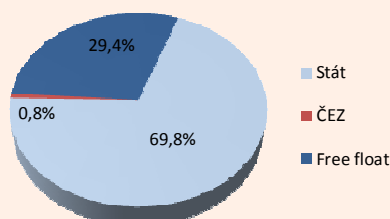
Předchozí doporučení: Akumulovat
Předchozí cílová cena: 1 002 CZK
Datum vydání předchozí analýzy: 17. června 2010

		2009	2010	2011E	2012E
Výnosy	(mld. CZK)	196,4	198,8	197,2	200,7
EBITDA	(mld. CZK)	91,1	89,1	85,7	89,0
Provozní zisk	(mld. CZK)	68,2	65,1	59,9	62,3
Čistý zisk	(mld. CZK)	51,5	47,2	41,5	45,2
Zisk na akcii (EPS)	(CZK)	96,6	88,5	77,9	84,6
P/E	(x)	9,0	9,8	11,2	10,3
Dividendový výnos	(%)	6,0%	5,7%	5,3%	5,8%

Vývoj akcií ČEZ



Struktura akcionářů ČEZ



Základní informace o akciích ČEZ

Data ke dni: 29.3.2011
Cena akcie: 879 CZK
Počet vydaných akcií: 538 mil.
Tržní kapitalizace CZK: 473 mld.
Tržní kapitalizace EUR: 19,3 mld.
52-week max: 950 CZK
52-week min: 736 CZK
Průměrný denní objem: 520 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

- Akcie ČEZ byly v posledních měsících pod tlakem nepříznivého vývoje cen elektrické energie a rostoucí nejistoty budoucího vývoje (zdanění FV a emisních povolenek apod.). V posledních týdnech se nicméně objevilo několik potenciálních pozitivních katalyzátorů pro akcie ČEZ. Ceny elektřiny byly na přelomu 2010/11 podpořeny australskými povodněmi a následně v březnu 2011 důsledky extrémně silného zemětřesení v Japonsku. Jaderná energetika je nyní pod obnoveným politickým tlakem, zvláště v sousedním Německu, což může výrazně ovlivnit ceny elektřiny na trhu. A ČEZ se svojí mimořádně vysokou citlivostí na vývoj cen elektřiny může z této situace profitovat.
- Výše uvedené změny výhledu cen elektřiny jsme do našeho modelu promítli poměrně konzervativním způsobem a v tomto směru vidíme prostor pro možný další pozitivní vliv na cenu akcií ČEZ. Do modelu jsme rovněž promítli zdanění solárních zdrojů i emisních povolenek s tím, že počítáme s prodloužením zdanění povolenek i za horizont roku 2012. Naopak naše cílová cena neodráží potenciální pozitivní efekt v současné době diskutované slevy na odvedené srážkové dani z dividend. Zavedení tohoto opatření (proti dvojímu zdanění korporátních zisků) by mohlo potenciálně ovlivnit hodnotu ČEZ až ve výši 50 CZK/akcii.
- ČEZ sice investorům letos nenabídne tak vysokou dividendu, jako tomu bylo v loňském roce (očekáváme pokles z 53 CZK na 50-51 CZK), nicméně vzhledem k současné tržní ceně akcií nabízí velmi solidní, cca 5,8% dividendový výnos (vs. průměr sektoru 4,4%). Letošní rok sice ještě bude v ČEZ ve znamení poklesu zisku (-12% y/y), nicméně poslední vývoj na trhu dává konečně investorům naději, že období nízkých cen elektřiny na trhu může být ukončeno. Z hlediska hospodaření ČEZ by se tak měla proběhnout ekonomická krize projevit nejvíce letos a od roku 2012, i díky plánovaným úsporným opatřením firmy, by měl zisk opět začít růst.
- Sektor energetických utilit je stále pod tlakem nepříznivého vývoje prostředí (ceny plynu apod.), což se i nadále negativně projevuje ve valuaci celého sektoru, akcie ČEZ nevyjímaje. Výkonnost sektoru v posledních dvou letech (tj. od začátku pokrizové rally) je nejhorší ze všech 15 námi sledovaných odvětví evropské ekonomiky, což podle nás vede k nepřiměřeně nízkému ocenění akcií ČEZ dle poměrových ukazatelů. Podle našeho aktualizovaného modelu diskontovaných peněžních toků (DCF) činí **12-měsíční cílová cena akcií ČEZ 970 CZK**. Tato cena převyšuje tržní cenu (879 CZK, závěr z 28.3.2011) o 10,4%, proto **ponecháváme naše investiční doporučení na stupni „Akumulovat“**.

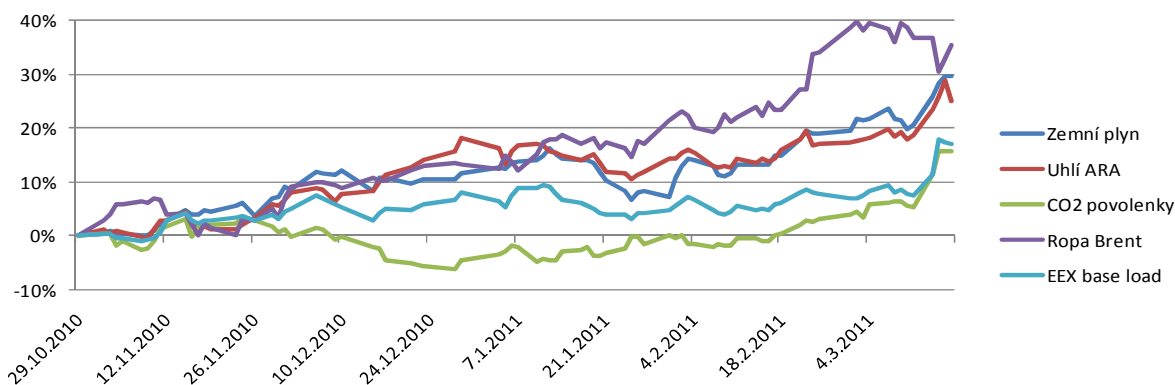
Hysterie kolem jaderných zdrojů – krátkodobé dopady

Mimořádně silné zemětřesení v Japonsku (8,9 stupňů Richterovy škály, šesté nejsilnější zemětřesení v novodobé historii) a následná vlna tsunami způsobily jadernou katastrofu, která nepochybně ovlivní přístup k jaderné energii po celém světě, Evropu nevyjímaje. Oprostíme-li se od všech neekonomických aspektů tragédie, je aktuální vývoj na trhu pozitivní pro společnost ČEZ a její budoucí hospodaření. Do určité míry totiž roste šance na zmírnění současného převisu nabídky nad poptávkou po elektrické energii ve střední Evropě (CE) a lze očekávat pozitivní vliv situace na klíčové faktory ovlivňující ceny elektrické energie v CE: tedy ceny zemního plynu, uhlí a emisních povolenek.

Japonská tragédie má z hlediska trhu s elektřinou v CE několik konsekvencí. Z krátkodobého hlediska došlo k poměrně značnému růstu cen zemního plynu a uhlí v důsledku očekávaného růstu dynamiky importu těchto komodit do Japonska (náhrada za jaderné zdroje). Japonsko bylo již před katastrofou největším světovým importérem zkapalněného zemního plynu (LNG) a vzhledem k tomu, že lze očekávat dlouhodobější výpadek produkce v jaderných zdrojích v Japonsku, poptávka po LNG by měla vzrůst. Právě převis nabídky nad poptávkou po LNG je přitom klíčovým faktorem, který drží ceny zemního plynu na světových trzích relativně nízko (vs. ceny ropy a některých jiných komodit) a působí negativně i na ceny elektrické energie v CE. Podle našich odhadů by Japonsko v příštích měsících mohlo zvýšit import LNG o 15-20 mil. m³ denně.

Ceny uhlí se na světových trzích začaly zvyšovat již ke konci loňského roku v souvislosti s mimořádně silnými povodněmi v Austrálii (více např. v našem reportu k akcím New World Resources: http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/NWR_FEB_2011.pdf). Následné nepokoje v severní Africe a nyní i následky japonského zemětřesení udržují cenu uhlí na světových trzích na dvouletých maximech. Na následujícím grafu jde vidět, že uhlí bylo nejvíce rostoucí komoditou v posledních 2 měsících loňského roku, první kvartál roku letošního patřil ropě. Naopak ostatní faktory, které působí na ceny elektriny, tedy ceny zemního plynu a emisních povolenek zůstávaly až do února bez významnějších nárůstů. Situace v Libyi a následně v Japonsku situaci změnila, především ceny zemního plynu vzrostly za poslední měsíc o cca 15% (na nejvyšší hodnoty od konce roku 2008).

Vývoj klíčových komodit a energií od listopadu 2010

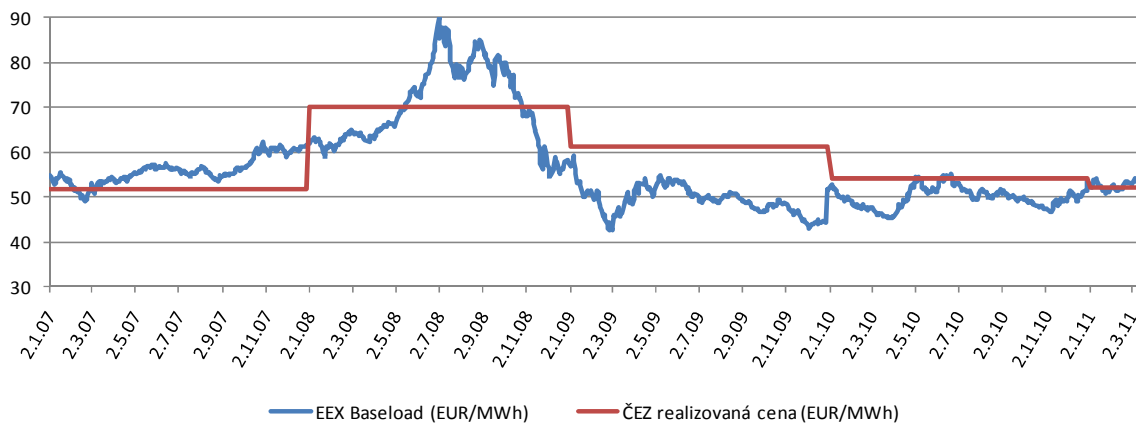


Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Cena elektrické energie (EEX, baseload 2012) reagovala na situaci v Japonsku a její důsledky prudkým růstem. Ceny elektrické energie, dlouho pod tlakem nepříznivých podmínek na trhu, se odpoutaly výrazněji od 50 EUR/MWh hranice a v době největší nejistoty ohledně situace v Japonsku vyšplhaly až k 60 EUR/MWh, což byly nejvyšší hodnoty za poslední dva roky (viz graf níže). ČEZ při prezentaci celoročních výsledků v únoru 2011 mimo jiné ukázal, že využil krátkodobého růstu cen v lednu (viz dění v Austrálii) a prodal značné množství elektřiny na 2012. Konkrétně od posledního zveřejněného čísla (36% prodané elektřiny k 15.10.2010) vzrostl tento podíl na 65%, přičemž velká část dodatečných předprodejí byla uskutečněna během několika dní lednových nárůstů ceny (ve fyzických jednotkách se

jednalo o prodanou elektřinu v objemu cca 16-17 TWh). Tento cca 2/3 podíl prodané elektřiny na další rok je sám o sobě vyšší, než bývalo zvykem v této části roku (kolem 50%), navíc lze předpokládat, že ČEZ využil situace a při aktuálním nárůstu cen kvůli Japonsku opět velmi aktivně na trhu prodával elektřinu na rok 2012.

Vývoj ceny elektřiny na trhu (EEX) a průměrné realizované ceny ČEZ



Zdroj: Bloomberg, ČEZ, CYRRUS

Výše uvedená čísla znamenají, že ČEZ měl „na prodej“ ke konci února elektřinu v objemu dalších cca 20 TWh. Podle nás je reálné, že aktuálně již prodal minimálně polovinu této zatím neprodané kapacity a aktuální podíl předprodané elektřiny na rok 2012 je tak již někde na úrovni 85-90% (tj. 47-54 TWh), ne-li více. Tato situace zároveň znamená, že je již poměrně dobře možné odhadnout průměrnou cenu prodané elektřiny na rok 2012. V posledním prezentaci ČEZ uvádí, že průměrná prodejní cena byla cca 51 EUR/MWh, přičemž celková realizovaná cena 2012 by mohla dosáhnout cca 52 EUR/MWh. Pokud bychom přijali předpoklad, že zbylých cca 20 TWh prodá ČEZ za průměrnou cenu 57 EUR/MWh (což odpovídá průměrné ceně na trhu od vypuknutí „japonské katastrofy“), mohl by ČEZ dosáhnout průměrné prodejní ceny na úrovni 53,1 EUR/MWh vs. náš původní odhad 52,1 EUR/MWh. Tento nárůst (ceteris paribus) ceny znamená oproti našemu původnímu předpokladu +1,5 mld. CZK na tržbách resp. cca 2,1 CZK na EPS.

Hysterie kolem jaderných zdrojů – dlouhodobější dopady

Prvotní dopady japonské katastrofy na ceny elektřiny jsme rozebrali výše. Podstatnější pro hodnotu akcií ČEZ nicméně je, jaké budou střednědobé a dlouhodobé implikace katastrofy na trh s elektrickou energií ve střední Evropě. I když je v tomto směru nutné vyčkat, až si „sedne prach“ a pomine současná, podle našeho názoru zbytečně hysterická (a politicky motivovaná) reakce na problémy JE Fukušima v Japonsku, již nyní je možné nastínit některé scénáře.

Klíčovou roli pro ČEZ nepochybně bude hrát přístup německé vlády k otázce výroby elektrické energie z jádra. Kancléřka Merkelová je od zemětřesení v Japonsku velmi aktivní a využívá situace k případné korekci dříve odsouhlaseného (nicméně veřejnosti v Německu velmi rozporuplně hodnoceného) prodloužení životnosti lokálních jaderných elektráren. Jen několik desítek hodin po tragédii uvalila německá vláda 3-měsíční moratorium na ložské prodloužení životnosti JE a nyní bude probíhat „hloubková kontrola“ všech nukleárních reaktorů na území Německa (na kontrole se shodl také zbytek EU, parametry zatím nejsou známy, bude se zřejmě jednat o proces trvající několik měsíců).

Trh s elektrickou energií v CE se v současné (a blízké budoucí) době nachází v situaci přebytku produkčních kapacit. Ten je způsobem kombinací několika faktorů, především poklesem spotřeby elektřiny v regionu v důsledku finanční a ekonomické krize na jedné straně a očekávanou vlnou příchodu nových zdrojů na trh. Ačkoliv ekonomické oživení

v Evropě pokračuje lépe než se jevílo před rokem, chybějící poptávka v důsledku ekonomické recese je na trhu stále patrná. Nižší uvedený obrázek ukazuje náš odhad „ztracené“ poptávky po elektřině v regionu CE5 (Německo, ČR, Polsko, Slovensko a Rakousko) během let 2009 až 2013e. Vidíme, že v průběhu pětiletého období dosáhne kumulovaná ztráta spotřeby ve zmíněných zemích cca 193 TWh neboli 39 TWh ročně. Pro ilustraci, při 80% kapacitním faktoru to představuje cca 5,5 GW výrobní kapacity (tj. 2,6% celkové instalované kapacity v CE5).

Ztracená spotřeba elektrické energie v CE5 v důsledku ekonomické krize

(TWh)	CZE	GER	POL	AUT	SLK	Celkem
Spotřeba před krizí (2008)	60,5	541,2	153,4	62,4	26,0	843,4
Předpokládaná spotřeba 2013 bez krize	66,8	568,8	169,3	65,5	28,7	899,2
Očekávaná spotřeba 2013 vč. krize	62,7	554,0	164,4	64,1	26,5	871,6
Kumulovaná ztráta poptávky (2009-2013)	-20,4	-124,8	-23,9	-13,0	-10,8	-193,0

Zdroj: statistické úřady, energetické úřady, EU energy trends, CYRRUS

Ačkoliv poptávka po elektřině bude zřejmě v následujících letech růst spolu s očekávaným pokračujícím ožíváním CE ekonomik, klíčovým faktorem pro ceny elektřiny bude vývoj na straně nabídky. Podle údajů Platts byly v roce 2010 připojeny v Německu 2 GW konvenčních zdrojů (uhlí), ale především je rozestavěno dalších cca 12 GW nových zdrojů (pouze Německo, v celé Evropě cca 30 GW), které by měly nebo mohly být uvedeny do provozu do roku 2013 (až na jednu výjimku se jedná o uhelné zdroje). I když u některých zdrojů stále existuje riziko neuvedení do provozu, většina plánované kapacity uvedené výše je již v takové fázi dokončení, že považujeme za málo pravděpodobné jejich nepřipojení do sítě v následujících třech letech. Podstatné také je, že nové zdroje jsou poměrně výrazně efektivnější (u uhelných předpokládáme průměrnou efektivitu 44% vs. 37% u starých uhelných zdrojů v Německu, u plynových 56% vs. 42%) a posunou tak nákladovou křivku (mezí cenu výroby) níže.

V této situaci je budoucnost ceny elektřiny v CE do značné míry závislá na odstavení současné flotily elektráren v regionu. Opět by měla být pozornost věnována především Německu. Z hlediska uhelných zdrojů jsou ty německé v rámci Evropy nadprůměrně staré a lze očekávat, že minimálně velká část nových zdrojů nahradí ty staré. Aktuální clean dark spready jsou podle našich odhadů i přes aktuální růst ceny elektřiny na hranici potřebné pro financování kromě variabilních také fixních nákladů nejstarších uhelných elektráren v Německu. Jinými slovy, nahrazení starých zdrojů efektivnějšími novými může být v některých případech vynuceno právě nízkými hrubými maržemi.

Přehled jaderných zdrojů v Německu a jejich životnosti v případě (ne)prodloužení životnosti

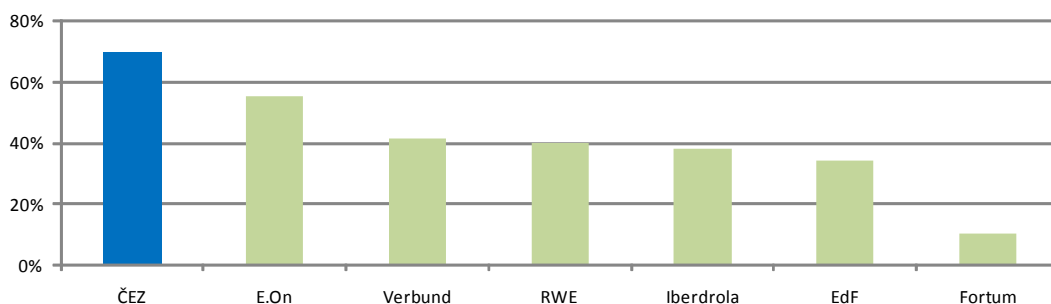
Hlavní vlastník	Typ reaktoru	Hrubá kapacita (GW)	Čistá kapacita (GW)	V provozu od	Stará práva (TWh)	Prodloužení (let)	Kapacitní faktor	Nová práva (TWh)	práva celkem (TWh)	Nový konec životnosti	Původní konec životnosti
Neckarwestheim 1	EnBW PWR	840	785	1976	0	8	92%	51	51	2018	2010
Biblis A	RWE PWR	1 225	1 167	1975	4	8	84%	69	73	2019	2011
Isar 1	E.ON BWR	912	878	1977	4	8	89%	55	58	2019	2011
Biblis B	RWE PWR	1 300	1 240	1977	10	8	81%	70	80	2019	2011
Unterwesser	E.ON PWR	1 410	1 345	1978	14	8	84%	79	93	2019	2011
Philippsburg 1	EnBW BWR	926	890	1980	10	8	90%	56	66	2019	2011
Brunsbüttel	Vattenfall BWR	806	771	1976	11	8	76%	41	52	2020	2012
Grafrneheinfeld	E.ON PWR	1 345	1 275	1981	42	14	87%	136	178	2028	2014
Gundremmingen B	RWE BWR	1 344	1 284	1984	50	14	80%	126	176	2030	2016
Gundremmingen C	RWE BWR	1 344	1 288	1985	59	14	80%	126	185	2030	2016
Grohnde	E.ON PWR	1 430	1 360	1984	82	14	90%	150	232	2032	2018
Philippsburg 2	EnBW BWR	1 468	1 402	1985	81	14	86%	147	228	2032	2018
Brokdorf	E.ON PWR	1 480	1 410	1986	94	14	85%	146	240	2033	2019
Krummel	E.ON BWR	1 402	1 346	1983	88	14	76%	125	213	2034	2020
Isar 2	E.ON PWR	1 485	1 410	1988	105	14	84%	145	250	2034	2020
Emsland	RWE PWR	1 400	1 329	1988	109	14	88%	143	252	2035	2021
Neckarwestheim 2	EnBW PWR	1 400	1 310	1989	121	14	87%	140	260	2036	2022
Total		21 517	20 490	1983	882	12	85%	1 805	2 686	2027	2015
Do 1980		7 419	7 076		52	8	85%	421	473	2019	2011
Od 1980		14 098	13 414		830	14	84%	1 384	2 213	2032	2018

Zdroj: Federální úřad pro ochranu před radiací, World-nuclear.org, CYRRUS

Pozornost investorů se nyní bude soustředit na situaci okolo budoucnosti jaderných zdrojů v Německu. Výše zmíněné tříměsíční moratorium se bezprostředně týká zdrojů, které jsou v provozu od roku 1980 a déle (jedná se tedy o ty elektrárny, které dostaly v rámci prodloužení životnosti dodatečných 8 let, nikoliv 14 let, jako zdroje od roku 1980). V řeči čísel se jedná o 7 elektráren o celkové čisté výrobní kapacitě 7,1 GW (tedy 35% celkové instalované kapacity jaderných zdrojů v Německu). Z tabulky výše vyplývá, že v případě, že bez prodloužení životnosti by prakticky všech 7 elektráren ukončilo svůj provoz nejpozději letos (Brunsbüttel již byl odstaven před japonskou katastrofou).

Vzhledem k realistickému postoji české vlády (podpořenému poměrně vstřícným postojem české veřejnosti k jaderným zdrojům) a naopak aktuální politicky motivované hysterii v jiných (nejen) evropských zemích, lze dopady japonské katastrofy na hospodářské vyhlídky ČEZ vyhodnotit jako pozitivní. Zvláště pokud se Německo skutečně rozhodne zrušit dříve odsouhlasené prodloužené životnosti svých JE. Obě jaderné elektrárny ČEZ patří k novějším (vs. evropský průměr) a česká vláda již dala najevo, že nehodlá kvůli Japonsku měnit přístup k jaderné energii. ČEZ tak může profitovat z opatření, která povedou a) k odstavení části výrobních kapacit v Evropě; b) ke zvýšení produkčních nákladů v jiných zemích (dodatečné náklady na bezpečnost, zdanění atd.).

Korelace ceny akcií vybraných evropských utilit s cenou elektřiny (5-letá korelace vůči EEX BL t+1)

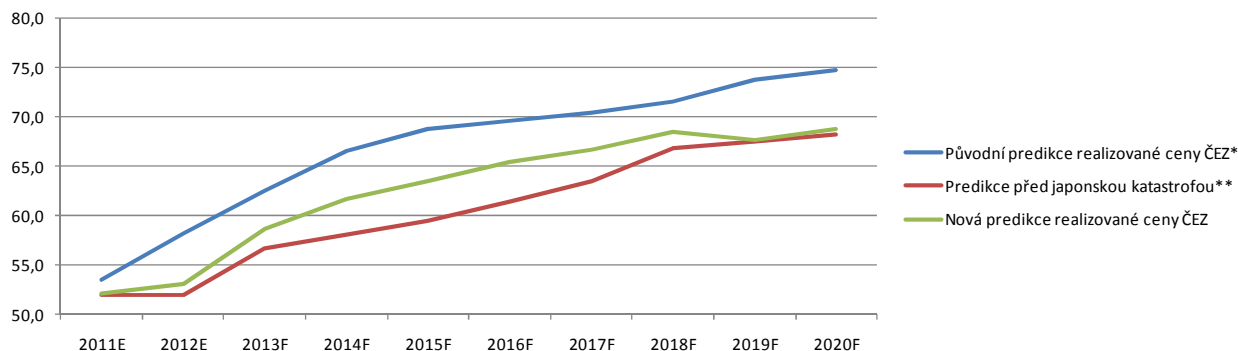


Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Připomínáme, že ČEZ je vzhledem k vysokému podílu výroby elektřiny na celkových výnosech (resp. EBITDA) skupiny a podprůměrným variabilním nákladům výroby (v evropském kontextu) nejcitlivější z velkých evropských utilit na vývoj cen silové elektřiny na trhu (viz graf výše). Případné odstavení 7 GW jaderných elektráren v Německu a růst cen zemního plynu a uhlí v důsledku zvýšené poptávky z Japonska (náhrada odstavených JE) by měly pozitivně působit na ceny elektřiny v CE a tím i na marže ČEZ.

Níže je uveden náš aktuální předpoklad vývoje realizovaných cen prodeje silové elektřiny (baseload) ze strany ČEZ pro následující roky. V grafu uvádíme pro porovnání jak předpokládaný vývoj z minulé analýzy vydané v loňském roce, tak i očekávané ceny z našeho modelu, jak jsme je měli nastaveny před japonskou katastrofou a jejími důsledky. Je zřejmé, že naše aktuální projekce je nižší než ta z června 2010, nicméně vyšší než by byla bez událostí v Japonsku. Vyšší ceny zemního plynu a uhlí spolu s možností odstavení části jaderných elektráren v Německu jsou klíčovými faktory, které vedly ke zvýšení projekce cen ve srovnání s modelovanými hodnotami z před několika týdnů. Z grafu je především patrný pozitivní vliv japonské katastrofy na ceny (a tedy i výnosy) v letech 2013-2018, tedy právě v období, kde ČEZ nutně potřebuje co nejvyšší výnosy vzhledem k očekávanému nárůstu nákladů spojených především s postupným zpoplatňováním emisních povolenek.

Upravená predikce vývoje průměrné dosažené prodejní ceny silové elektřiny (baseload, v EUR/MWh)



* predikce z předchozí analýzy ** předpokládaná cena z našeho modelu před započítáním událostí v Japonsku
Zdroj: ČEZ, Bloomberg, CYRRUS

Snížený plán CAPEX aneb vše pro udržení ratingu

ČEZ na nepříznivý vývoj cen elektrické energie a celkový vývoj v sektoru reagoval několika klíčovými kroky. Všechny můžeme vnímat jako snahu o udržení míry zadluženosti na úrovni odpovídající současnému ratingu (tj. cca 2,0 až 2,5x čistý dluh/EBITDA). Úsporná opatření se týkají jak investičních aktivit, tak i provozních nákladů (program Nová vize). Rok starý plán CAPEX počítal s celkovými výdaji ve výši 365 mld. CZK v letech 2010-2014 (tj. průměrný roční CAPEX 73 mld. CZK, 136 CZK/akcii). Na podzim 2010 ČEZ oznámil plán úsporných opatření včetně poměrně výrazného snížení CAPEX o cca 69 mld. CZK pro roky 2010-2014 (tj. o 14 mld. CZK resp. 19% ročně), v únoru 2011 došlo ještě k dalšímu snížení plánu CAPEX na 299 mld. CZK pro roky 2010-2015. To znamená průměrný roční CAPEX 50 mld. CZK vs. 55 mld. CZK v předchozím plánu resp. 73 mld. CZK v plánu z února 2010. Celkově tak byl CAPEX na období 2010-2015 snížen o více než 101 mld. CZK, neboli 25% původního plánu.

Snížení plánu kapitálových investic (CAPEX)

(mld. CZK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2014	2010-2015	Roční průměr
CAPEX plán únor 2010	92,5	78,5	75,7	72,5	45,8	35,0	365,0	400,0	73,0
CAPEX plán září 2010	75,8	62,6	63,8	46,1	47,7	33,4	296,1	329,5	54,9
CAPEX plán únor 2011	63,0	65,5	56,0	44,3	39,5	30,3	268,4	298,6	49,8
Změna vůči únor 2010	-29,5	-13,0	-19,7	-28,1	-6,3	-4,7	-96,6	-101,3	-23,2
Změna vůči září 2010	-12,8	2,8	-7,8	-1,8	-8,2	-3,1	-27,7	-30,8	-5,1
% změna vůči únor 2010	-32%	-17%	-26%	-39%	-14%	-13%	-26%	-25%	-32%
% změna vůči září 2010	-17%	5%	-12%	-4%	-17%	-9%	-9%	-9%	-9%

pozn.: CAPEX únor 2010 pro rok 2015 je odhadem CYRRUS, ČEZ tehdy zveřejnil jen plán do roku 2014

Zdroj: ČEZ, CYRRUS

Naprostá většina sníženého CAPEX jde na vrub segmentu výroby, tedy na vrub investic do nových výrobních zdrojů či modernizace těch stávajících. Konkrétně z celkového poklesu 101 mld. CZK připadá na segment výroby 88 mld. CZK (88%), díky čemuž klesl celkový podíl tohoto segmentu na plánu CAPEX z 71% v únoru 2010 na 66% v únoru 2011 (viz tabulka níže).

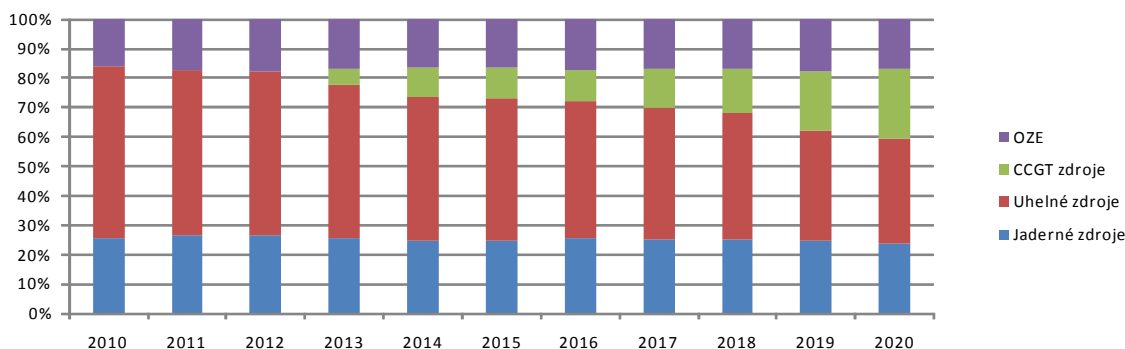
Podíl segmentu výroby na sníženém CAPEX

(mld. CZK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015	Roční průměr	Podíl na celkovém CAPEX
Výroba CAPEX únor 2010	70,8	57,8	55,6	52,5	27,5	20,0	284,2	47,4	71%
Výroba CAPEX září 2010	47,1	38,6	43,1	29,9	32,0	17,4	208,0	34,7	63%
Výroba CAPEX únor 2011	42,8	44,7	37,2	28,9	25,9	16,2	195,8	32,6	66%
<i>Pokles vs. únor 2010</i>	-28,0	-13,0	-18,3	-23,7	-1,5	-3,8	-88,3	-14,7	
<i>Podíl výroby na poklesu</i>	95%	100%	93%	84%	25%	80%	87%	63%	

Zdroj: ČEZ, CYRRUS

ČEZ se rozhodl některé projekty odložit či úplně zrušit a také odejít ze zemí, kde nevlastnil žádná energetická aktiva (Kosovo, Srbsko). Mezi pozastavenými projekty jsou především plánované CCGT zdroje v Polsku (Skawina) a Bulharsku (Varna). Navíc podle dostupných údajů ani v ČR nebude ze strany ČEZ rozvoj plynových zdrojů tak silný, jak byl původní plán. Jedinou v blízké době dostupnou CCGT elektrárnou, kterou ČEZ uvede do provozu, tak zůstává elektrárna Počerady s instalovaným výkonem 841 MW a očekávaným spuštěním v polovině roku 2013. Kromě ní ČEZ v současném plánu CAPEX do roku 2015 počítá ještě s CCGT Slovnaft v Bratislavě (kapacita 800-900 MW, očekávané spuštění 2014) a CCGT Dufi (stejná kapacita, spuštění přelom 2013/14). Ve hře kromě toho podle nás zůstává aktuálně již jen CCGT zdroj v Mělníku, k němuž by se ČEZ mohl vrátit ve druhé polovině dekády. V roce 2015 by tak podíl plynových zdrojů na instalované kapacitě ČEZ mohl být cca 10% (CCGT na Slovensku a v Maďarsku patří do JV s maďarským MOL, ČEZu náleží 50% podíl), tedy méně než ČEZ plánoval původně (podíl na výrobě 6,7%).

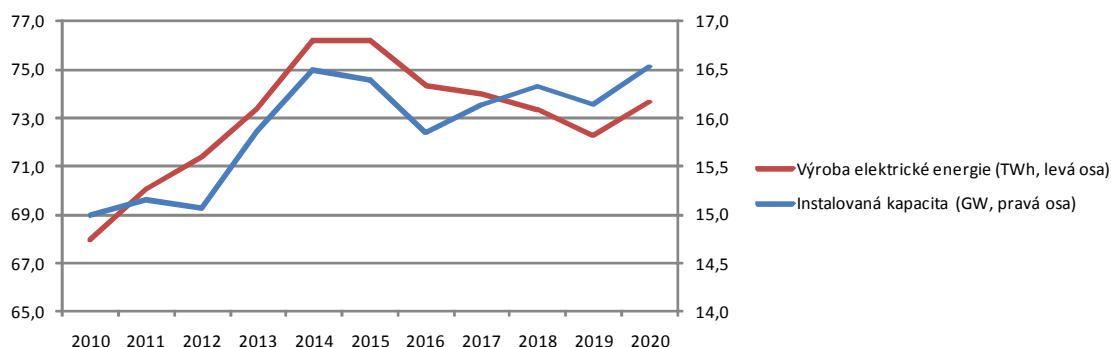
Očekávaný vývoj podílu jednotlivých zdrojů na instalované kapacitě ČEZ



Zdroj: ČEZ, CYRRUS

V naší projekci výrobních kapacit a produkce elektrické energie do roku 2020 nepočítáme zatím s žádným novým jaderným zdrojem, pouze se zvýšením instalované kapacity obou stávajících elektráren na 14,1 GW (2,1 GW Temelín, 2,0 GW Dukovany) a postupným zvyšováním využití těchto kapacit. Jsme přesvědčeni o tom, že dostavba JE Temelín není ohrožena, nicméně s uvedením nových bloků do provozu nepočítáme dříve než v kolem roku 2022, také Jaslovské Bohunice do modelu zatím ze stejného důvodu nepočítáme (s dostavbou JE Temelín nicméně počítáme v CAPEX, kde očekáváme jádro výdajů v druhé polovině této dekády, tj. mezi lety 2016-2020). Co se týká plynových zdrojů, počítáme s tím, že snaha o snižování emisní náročnosti výroby a přechod od uhlí k plynu bude i nadále strategií, která bude platit, pouze s určitým zpožděním vynuceným nepříznivým vývojem cen elektřiny na trhu a s tím spojeným odložením části investičních projektů (viz výše). V projekci proto počítáme s 3,2 GW instalované kapacity CCGT zdrojů v roce 2020.

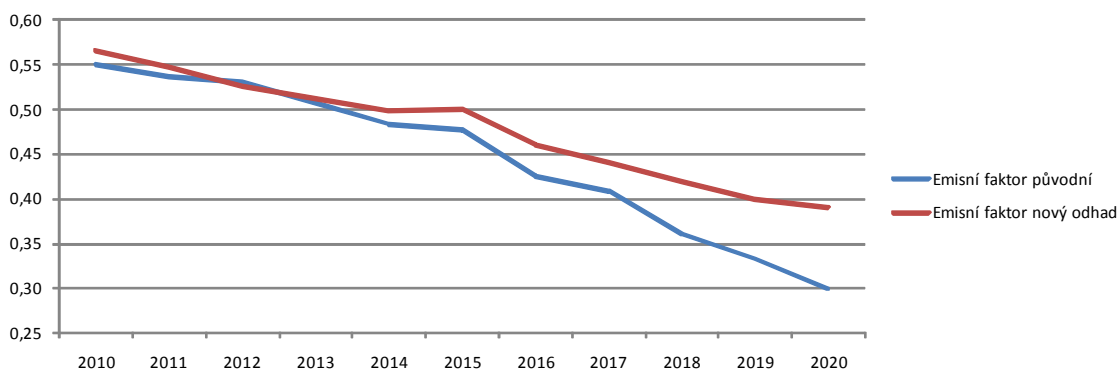
Očekávaný vývoj instalované kapacity a výroby elektrické energie skupiny ČEZ



Zdroj: ČEZ, CYRRUS

Vzhledem ke změnám v plánovaném CAPEX jsme také upravili využití uhelných zdrojů a harmonogram jejich odstavování (mírně vyšší využití kapacit a posunutí postupného nahrazování plynovými a jinými zdroji dál do budoucnosti). Důsledkem je, že jsme museli také korigovat očekávaný pokles emisní náročnosti produkce ČEZ (viz následující obr.). Náš původní plán počítal jednak se zapojením nových jaderných zdrojů na konci dekády, jednak s robustnějším nahrazením uhelných elektráren CCGT zdroji. Emisní faktor (produkce tun CO₂ na MWh vyrobené elektřiny) tak podle našeho současného modelu klesne ze současných cca 0,57 t/MWh na 0,40 t/MWh v roce 2020 (původně 0,30 t/MWh).

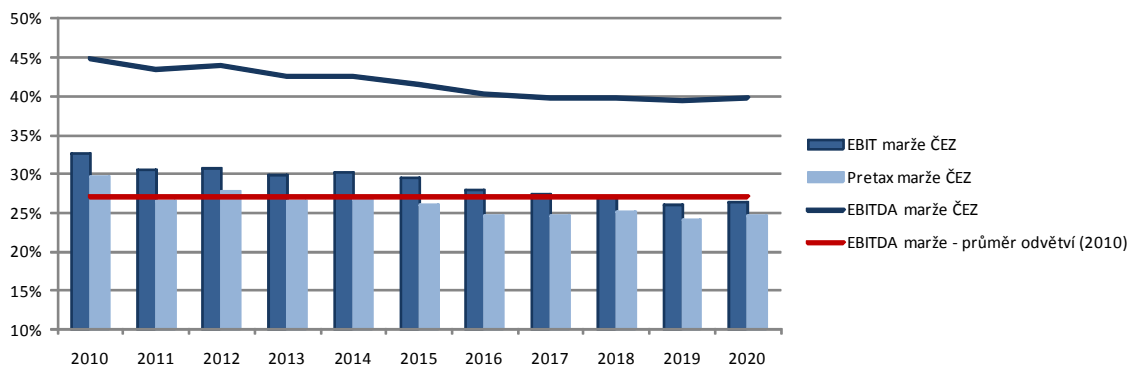
Změna očekávané struktury výroby elektřiny a dopad na emisní faktor



Zdroj: CYRRUS

Vyšší emise spolu s postupným zpoplatněním emisních povolenek a extra zdaněním (viz dále) by sice měly být kompenzovány nárůstem cen elektřiny a úspornými opatřeními v rámci programu „Nová vize“, i přesto se ČEZ zřejmě nevyhne mírnému snížení ziskových marží. Naši očekávanou projekci vývoje marží ukazuje následující graf. Je z něj patrné, že i přes mírný pokles si ČEZ udrží postavení „premianta“ v oblasti provozních ziskových marží v celém sektoru elektrárenských utilit v Evropě - průměrná EBITDA marže v sektoru je nyní 27% vs. 45% ČEZ. ČEZ v současné době dokonce dosahuje zisku před zdaněním na či nad úrovni EBITDA marže průměru odvětví, což je znázorněno na obrázku níže.

Očekávaný vývoj ziskových marží ČEZ a srovnání s průměrem v odvětví



Zdroj: Bloomberg, ČEZ, společnosti, CYRRUS

Zdanění emisních povolenek a solárních elektráren

Důsledkem nekontrolovaného rozvoje fotovoltaických (FV) zdrojů v ČR v letech 2009 a především 2010 bylo rozhodnutí vlády získat finance na dotování cen elektřiny pro domácnosti a firmy tak, aby nedošlo ke skokovému nárůstu těchto cen od roku 2011 (v důsledku vyšších než očekávaných příspěvků na OZE). Bylo rozhodnuto o zavedení:

- a) srážkové daně z výroby solární energie;
- b) darovací daně z emisních povolenek.

Srážková daň 26% platí pro všechny FV zdroje s instalovanou kapacitou nad 30 MW a to (zatím) na elektřinu vyrobenou v letech 2011-2013. ČEZ při instalovaném výkonu cca 125 MW a 11% kapacitním faktoru může ročně vyprodukovat 120 GWh elektřiny. To dává roční solární daň ve výši 380 mil. CZK před zdaněním resp. 308 mil. CZK po zdanění.

Podstatnější otázkou je pro ČEZ zdanění emisních povolenek, které nyní dostává ČEZ (a jiní emitenti) zdarma. Vláda zatím zavedla darovací daň z těchto emisních povolenek ve výši 32%. Tato daň nyní platí na roky 2011 a 2012. Od roku 2013 má podle původního plánu začít platit systém postupného zvyšování podílu zpoplatněných povolenek z počátečních 30% až na 100% v roce 2020. Ve hře je přitom stále několik variant:

- a) Darovací daň bude prodloužena i na období 2013-2020;
- b) Bude platit původní systém;
- c) Stát se rozhodne zpoplatnit všechny nebo větší část povolenek než dle původního plánu.

My v modelu v současné době počítáme s „prostřední variantou“, tedy pokračováním 32% zdanění zdarma přidělovaných emisních povolenek. Finanční vyčíslení dopadů daně na zisk (darovací daň je účtována ve finančních, nikoliv provozních nákladech) je uvedeno v následující tabulce:

Dopad zdanění emisních povolenek

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Suma
Přiděleno povolenek zdarma (mil. t)	34,8	34,8	24,4	20,9	17,4	13,9	10,4	7,0	3,5	0,0	167,2
Cena povolenky (EUR/t)	*	16,5	17,5	18,0	20,0	21,0	22,5	23,0	23,0	23,0	
Cena povolenky (CZK/t)	349,8	396,0	432,4	431,8	456,9	470,3	495,0	494,5	494,5	494,5	
Hodnota povolenek celkem (mld. CZK)	12,2	13,8	10,5	9,0	8,0	6,6	5,2	3,4	1,7	0	70,4
Darovací daň 32% (mld. CZK)	3,9	4,4	3,4	2,9	2,5	2,1	1,7	1,1	0,6	0,0	22,5
Hodnota přidělených povolenek 2013-2020 (mld. CZK)	44,4										
Současná hodnota přidělených povolenek (mld. CZK)	26,3										
Současná hodnota na akcii (CZK/akcie)	48,8										
Celková darovací daň 2013-2020 (mld. CZK)	14,2										
Současná hodnota srážkové daně (mld. CZK)	8,4										
Současná hodnota daně na akcii (CZK/akcie)	15,6										

* Cena pro účely zdanění na rok 2011 již byla stanovena na úrovni 349,84 Kč za povolenku

Zdroj: ERÚ, ČEZ, CYRRUS

Jak ukazuje tabulka, v roce 2011 bude dopad darovací daně na úrovni 3,9 mld. CZK před zdaněním, při očekávaném růstu ceny emisních povolenek očekáváme vyšší negativní dopad v roce 2012 a to cca 4,4 mld. CZK (který však bude částečně kompenzován cca 1,8 mld. CZK vrácením přeplatku příspěvku na OZE). V tabulce uvádíme odhad dopadu darovací daně v případě, že bude pokračovat ve stejném znění i po roce 2012. Vidíme kumulovaný dopad cca 14,2 mld. CZK neboli 15,6 CZK na akcii (současná hodnota). Pokud by došlo na nejhorší scénář, tedy úplné zrušení přidělování povolenek zdarma, potom jsme vyčíslili celkovou hodnotu těchto povolenek na úrovni 44 mld. CZK neboli 49 CZK/akcii (opět již v současné hodnotě). Z toho vyplývá, že pokud by nakonec došlo na tuto „nejhorší variantu“, negativní dopad do našeho oceňovacího modelu by byl na úrovni cca 33 CZK na akcii.

DIVIDENDY A DAŇOVÉ ZMĚNY: POTENCIÁLNĚ ZNAČNÝ DOPAD NA HODNOTU SPOLEČNOSTI ČEZ!

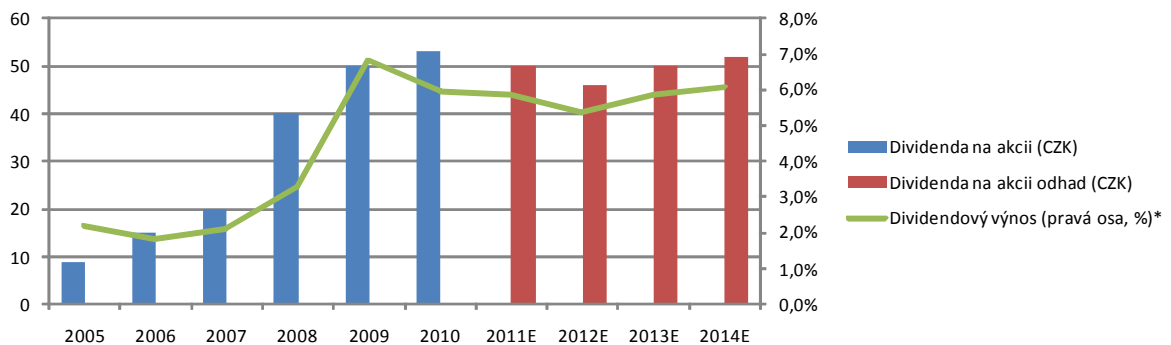
Dividenda je v souvislosti s ČEZ vždy horké téma, v současné době zřejmě ještě více než kdy jindy. Na jedné straně zisk společnosti klesá (2010/2009, 2011e/2010), na straně druhé státní kasa bojuje o každou miliardu navíc. Jedno je zřejmé, po dlouhých letech neustále se zvyšující dividendy (postupně 9,15,20,40,50,53 CZK ze zisku 2004-2009) jsme nyní ve fázi, kdy investoři budou muset akceptovat stagnaci či pokles dividendy na akcii.

Datum letošní ŘVH zatím ještě není známo, z komentářů na conference callu po celoročních výsledcích odvozujeme, že by se ŘVH měla konat zřejmě na počátku června. Z toho také vyplývá, že návrh dividendy ze zisku 2010 by management ČEZ měl oznámit nejpozději na přelomu dubna a května. Vedení firmy zatím stále potvrzuje platnost dosavadního výplatního poměru, tj. 50-60% čistého zisku. Ten v roce 2010 činil 88,5 CZK/akcii, což dává potenciální dividendové rozpětí 44,3 – 53,1 CZK/akcii (nepočítáme s úpravou o mimořádné položky). Teoreticky by tedy ČEZ mohl být schopen udržet dividendu na loňské výši 53 CZK/akcii, což ovšem nepovažujeme za pravděpodobné. Klíčový je pochopitelně přístup státu jako majoritního akcionáře, nicméně z dosavadních poznámek představitelů vlády vyplývá, že stát nebude tlačit za každou cenu na co nejvyšší dividendu a „je ochoten akceptovat i mírně nižší dividendu než v roce 2010, ale opravdu jen mírně“ (ministr financí Kalousek, HN, 1.3.2011). Zároveň z úst představitelů vlády již také zaznělo, že by neměla být vyplacena žádná mimořádná dividenda.

V potaz je také třeba brát výhled hospodaření ČEZ na rok 2011. Společnost ve své oficiální guidance oznámila očekávaný čistý zisk ve výši pouze 40,1 mld. CZK (-15% y/y), což by při zachování současného výplatního poměru 50-60% zisku znamenalo dividendu mezi 37 až 45 CZK/akcii. To je podle nás argument pro to, aby letošní dividenda nebyla na úplně horní hranici, protože pokles následující rok by byl zřejmě příliš značný. Jako nejpravděpodobnější

variantu proto vidíme dividendu ze zisku 2010 ve výši 50-51 CZK/akcii. To by představovalo dividendový výnos ve výši 5,8 až 5,9%.

Vývoj dividendy na akcii a dividendového výnosu



* dividendový výnos vždy k cenám 31.3. roku před rozhodným dnem, pro budoucí roky použita aktuální tržní cena
Zdroj: ČEZ, Bloomberg, CYRRUS

V rámci daňových reforem padl nedávno také návrh na vypořádání se s dvojitým zdaněním korporátních zisků (daň z příjmu 19% + daň z dividendy 15%, tj. efektivně 31,2%). Místo původní spekulace o úplném zrušení srážkové daně z dividend je nyní ve hře jiný návrh (i když zatím ve fázi zrodu). Podle něj by si společnost mohla v následujícím roce uplatnit slevu na dani ze zaplacené srážkové daně z dividend předchozího období. Vzhledem k tomu, že majoritním vlastníkem ČEZ je český stát (MFČR), na nějž se nevztahuje daňová výjimka týkající se majoritních vlastníků, potenciální dopad tohoto kroku by byl právě u ČEZ (na rozdíl od jiných titulů z pražské burzy) značný. V níže uvedené tabulce jsme načrtli potenciální dopad v závislosti na očekávaném vývoji dividend a (konzervativním) odhadu efektivní míry srážkové daně ve výši 12%. Z tabulky je patrné, že potenciální sleva na dani z příjmu by mohlo od roku 2013 činit přes 3 mld. CZK neboli 6 CZK na akcii. Jinými slovy, jen za prvních 5 let případné platnosti této daňové změny by činila současná hodnota slevy na dani cca 21 CZK/akcii. Náš hrubý odhad celkové čisté současné hodnoty do nekonečna by potom byl cca 50 CZK/akcii.

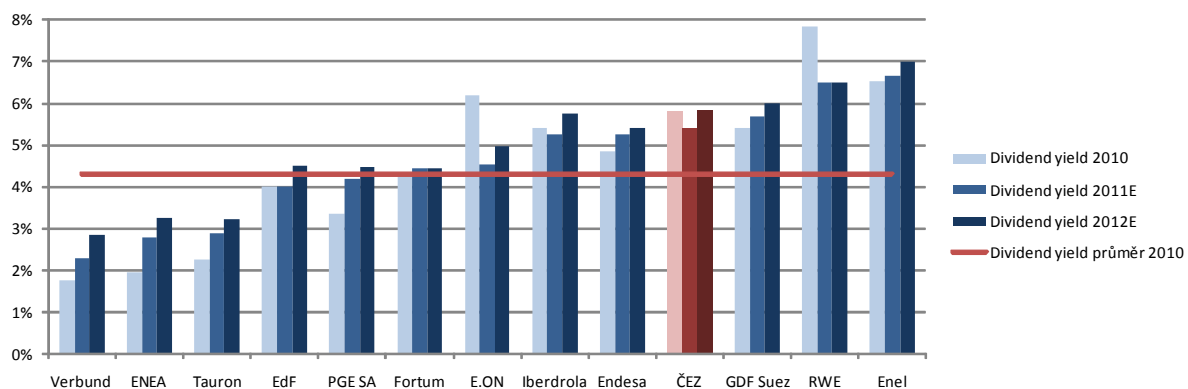
Možný dopad zavedení slevy na dani z titulu vyplacených (a již zdaněných) dividend

(mld.CZK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dividenda na akcii (CZK)	46	50	52	55	55	57
Objem vyplacených dividend	x	24,5	26,7	27,7	29,3	29,3
z toho státu	x	17,3	18,8	19,5	20,7	20,7
z toho ostatním kvalifikovaným osobám*	x	2,5	2,7	2,8	3,0	3,0
Celkem kvalifikováno pro slevu na dani	x	19,7	21,5	22,3	23,6	23,6
Potenciální sleva na dani (15%)	x	3,0	3,2	3,3	3,5	3,5
Sleva na dani na akcii (CZK)	x	5,5	6,0	6,2	6,6	6,6
Současná hodnota slevy na dani (CZK)	x	4,4	4,5	4,3	4,2	3,9

* tj. tuzemské FO a PO mimo penzijních fondů, zahraniční osoby v závislosti na smlouvě o zamezení dvojitmu zdanění, odhad CYRRUS
Zdroj: MF ČR, ČEZ, CYRRUS

Pokud se ještě podíváme na dividendy ČEZ z pohledu celosektorového, potom dnes můžeme ČEZ zařadit z hlediska dividendového výnosu (DY) na evropskou špičku. Dividendové výnosy dle dividend loňského roku a odhadu pro následující dva roky pro peer group ilustruje následující obrázek:

Porovnání dividendového výnosu předních evropských utilit



Zdroj: Společnosti, Bloomberg, Capital IQ, CYRRUS

Průměrný dividendový výnos v sektoru (peer group) činí 4,3% na základě dividend ze zisku 2010 (ceny akcií cob 25.3.2011) resp. 4,5% na základě očekávaných dividend ze zisku 2011. Jak ukazuje výše uvedený graf, ČEZ se svým dividendovým výnosem téměř 6% patří z tohoto pohledu k nejatraktivnějším titulům v celém sektoru. Vyšší dividendový výnos nabízí již jen GDF Suez, RWE a Enel.

VALUACE: Model diskontovaných peněžních toků (DCF)

K ocenění akcií ČEZ tradičně používáme osvědčený model diskontovaných peněžních toků (DCF). Zůstáváme při dvoufázovém DCF s 10-letou první fází (explicitní projekce finančních výkazů), kterou jsme pouze posunuli o jeden rok, tedy nyní na období 2011-2020. Délka první fáze je relativně dlouhá především proto, abychom byli schopni lépe postihnout investiční cyklus, který je v tomto odvětví dlouhý a významný z hlediska valuace.

Od naší poslední analýzy mírně klesla jak bezriziková sazba (aproximovaná váženým průměrem výnosů dlouhodobých státních dluhopisů zemí, v nichž ČEZ působí), tak i riziková přírůžka měřená cenou credit-default swapů (CDS). Koeficient beta jsme ponechali na úrovni 0,9x (tzn. relativně konzervativně vzhledem ke skutečnému aktuálnímu koeficientu beta na úrovni 0,7x), mírně jsme zvýšili podíl dluhu na investovaném kapitálu pro druhou fázi modelu DCF (45% vs. 40%) a také úrokovou sazbu dluhu vzhledem k očekávání růstu tržních úrokových sazeb. Vážené průměrné náklady kapitálu pro druhou fázi tak dosahují 7,6% ve srovnání s 8,1% v naší loňské analýze.

Ocenění ČEZ modelem DCF

DCF FCFF											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(mil. CZK)	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f
EBIT	59 948	62 338	66 110	71 559	71 893	73 672	72 683	71 509	70 481	74 261	75 725
Tax	11 390	11 844	12 561	13 596	13 660	13 998	13 810	13 587	13 391	14 110	14 388
NOPAT	48 558	50 493	53 549	57 963	58 234	59 674	58 873	57 923	57 090	60 151	61 337
D&A	25 504	27 308	29 782	31 894	33 031	34 904	36 441	38 208	40 046	41 690	43 200
CAPEX	65 494	55 996	44 320	39 528	30 279	42 900	56 900	63 400	64 900	57 900	52 900
Change in working capital	-8 493	-2 564	2 995	-1 737	503	114	235	198	28	439	0
FCFF	75	19 241	42 005	48 592	61 488	51 792	38 649	32 928	32 264	44 380	51 638
Risk-free Rate	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Equity risk premium	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Cost of Equity	9,8%	9,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Cost of Debt	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%
Tax rate	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
After tax cost of debt	4,5%	4,5%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%
Debt / (Debt + Equity)	49%	49%	48%	47%	47%	46%	45%	47%	46%	47%	45%
WACC	7,2%	7,2%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,5%	7,6%
Discount factor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	0,65	0,60	0,56	0,52	0,48	0,45
Discounted FCFF	70	16 728	33 996	36 581	42 964	33 683	23 286	18 505	16 757	21 505	23 065
NPV of 1st stage	244 076										
NOPAT t+1	61 337										
ROIC to infinity	9,0%										
Nominal growth to infinity	2,0%										
WACC to infinity	7,6%										
Economic profit CV (ROIC - WACC)	1,4%										
Continuing value	851 643										
NPV of CV	409 321										
Enterprise Value	653 397										
minus Net Debt	179 916										
minus Nuclear Provision	38 745										
minus Non-controlling interests	5 768										
plus equity consolidated stakes	25 967										
plus MOL stake	16 517										
NPV	471 451										
Common shares outstanding (mil.)	533										
NPV per share (CZK)	884										
12M Target Price (CZK)	970										

Zdroj: CYRRUS

Jak vyplývá ze závěrů modelu DCF, 12-měsíční cílová cena akcií ČEZ je na úrovni 970 CZK. Tato cílová cena převyšuje tržní cenu akcií ČEZ (879 CZK, závěrečná cena k 28.3.2011) o 10,4%, proto v souladu s naší investiční stupnicí (viz str. 18) **ponecháváme naše investiční doporučení na stupni „AKUMULOVAT“**.

Tradičně doplňujeme závěry modelu DCF analýzou citlivosti modelu na změny klíčových vstupních parametrů:

Analýza citlivosti modelu na změny vstupních parametrů

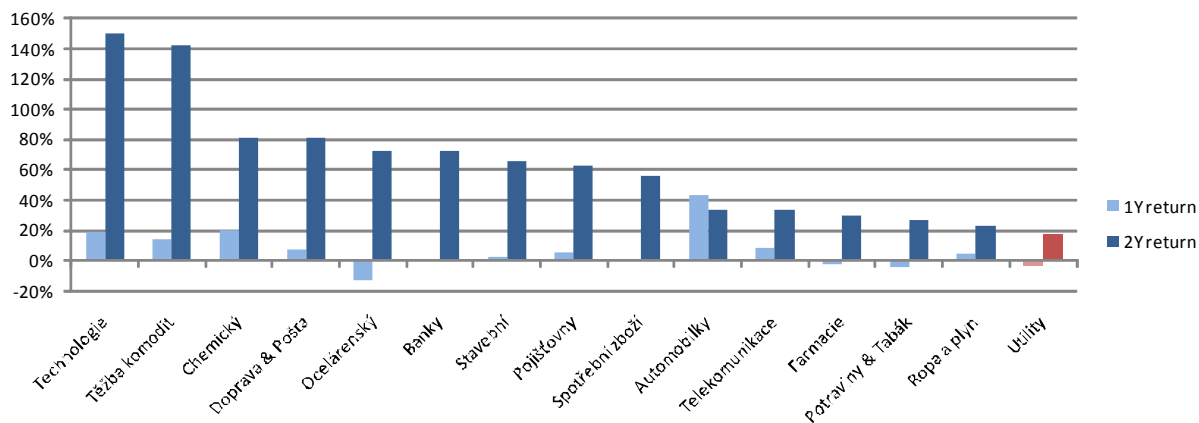
		ROIC to infinity						
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
WACC to infinity	6,1%	1 213	1 238	1 259	1 279	1 296	1 312	1 326
	6,6%	1 095	1 117	1 136	1 154	1 169	1 183	1 196
	7,1%	1 000	1 020	1 038	1 053	1 067	1 080	1 091
	7,6%	922	940	956	970	983	995	1 005
	8,1%	857	874	888	901	913	924	933
	8,6%	802	817	831	843	854	863	872
	9,1%	754	769	781	792	802	811	820

Zdroj: CYRRUS

VALUACE: Srovnání s oceněním trhu (peer group)

Ocenění celého sektoru evropských energetických utilit (peer group) zůstává i nadále pod tlakem a vývoj akcí z tohoto sektoru zaostává za celkovým tržním vývojem. Po dvou letech tržního oživení po finanční a ekonomické krizi (rally na trzích začala v březnu 2009) se sektor utilit krčí na posledním místě ze všech 15 námi sledovaných sektorů s výnosem (měřeno indexem Bloomberg European Utilities) pouhých 17% ve srovnání s 56% nárůstem hodnoty celoevropského indexu DJ Stoxx 600 ve stejném období.

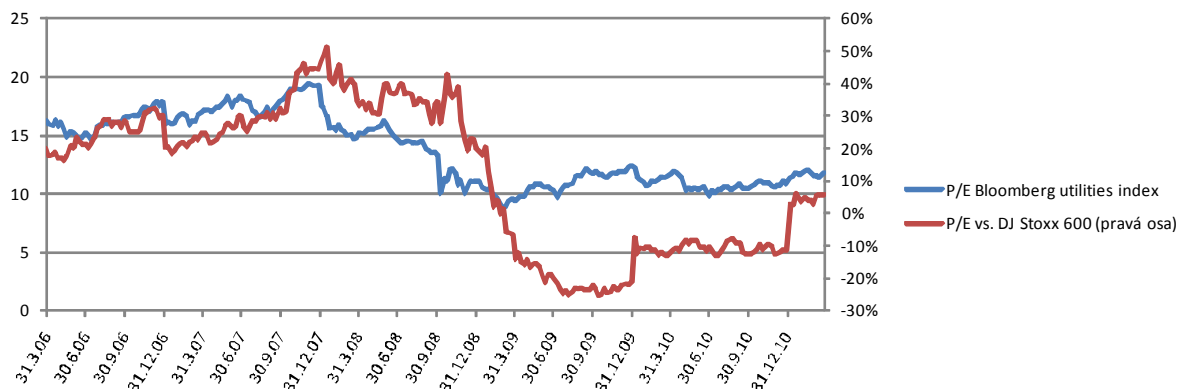
Srovnání vývoje oborových indexů za poslední dva roky



Zdroj: Bloomberg

Jak ukazuje obrázek níže, sektor evropských utilit se obchoduje na úrovni 11,7x očekávaný zisk 2011, což je přibližně o 14% pod pětiletým průměrem (13,6x). Není sporu o tom, že za špatnou výkonností celého sektoru v uplynulých 2 letech do značné míry může zhoršení fundamentální situace odvětví, nižší růst kvůli nepříznivému vývoji cen některých komodit (elektřiny, zemní plyn) a naopak růst rizik (zavádění speciálních daní, nejistota ohledně jaderné energetiky apod.). Za těchto podmínek již nelze pro blízkou budoucnost očekávat, že by se sektor obchodoval s 10-20% premií vůči DJ Stoxx 600, jako tomu bylo před krizí. Z obrázku níže je zároveň patrné, že kvůli zhoršenému fundamentu se sektor již nyní neobchoduje s diskontem, jako tomu bylo během let 2009 a 2010. Podle našeho názoru lze ocenění sektoru na úrovni P/E DJ Stoxx 600 považovat za férové.

Vývoj ocenění sektoru evropských utilit a srovnání s celkovým trhem



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Na druhou stranu jsme toho názoru, že trh do určité míry podceňuje fundament společnosti ČEZ a oceňuje jeho akcie na průměru odvětví (dle P/E i EV/EBITDA) místo prémie, kterou si ČEZ podle našeho názoru i přes zhoršené podnikatelské prostředí a růstové vyhlídky stále zaslouží. Jak vyplývá z níže uvedené tabulky, akcie ČEZ se obchodují s 10% diskontem dle P/E 2011e resp. s 8% diskontem dle P/E 2012e. Dle EV/EBITDA se ČEZ nyní obchoduje s 11% premií (2011e) resp. 15% premií (2012e).

Srovnání ocenění ČEZ a peer group

	Cena akcie (místní měna)	Mcap (mld. EUR)	P/E				EV/EBITDA			
			2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
PGE SA	22,7	10 558	12,6	14,1	10,6	9,7	5,4	6,5	5,4	5,0
Tauron	6,2	2 707	15,0	13,5	10,4	9,3	4,3	4,0	3,8	3,5
ENEA	21,5	2 626	18,4	15,3	12,8	11,3	5,6	4,9	4,5	4,0
E.ON	24,2	48 424	8,3	8,3	13,2	11,9	6,3	6,2	6,9	6,5
RWE	44,7	23 396	6,6	7,1	8,4	8,4	4,0	4,2	4,3	4,2
EdF	28,8	53 247	13,6	52,2	15,9	13,2	5,3	6,6	5,8	5,5
Verbund	31,4	9 677	15,0	24,1	18,4	14,6	11,4	13,3	12,6	11,0
Endesa	21,3	22 551	6,6	5,5	10,4	9,6	4,5	4,3	4,5	4,4
Iberdrola	6,1	33 451	11,8	11,7	12,0	10,8	8,6	8,7	7,6	7,1
Enel	4,3	40 246	9,2	9,2	8,9	8,5	7,5	7,0	6,8	6,6
Fortum	23,6	20 921	15,9	16,1	14,1	14,0	12,1	11,8	11,0	10,5
GDF Suez	27,8	62 734	14,0	13,6	13,4	11,9	8,1	7,5	6,2	5,8
Průměr			12,3	15,9	12,4	11,1	6,9	7,1	6,6	6,2
Medián			13,1	13,6	12,4	11,0	5,9	6,6	6,0	5,6
ČEZ	870	18 942	9,0	9,8	11,2	10,3	6,9	7,1	7,4	7,1
Prémie vs. průměr	x	x	-27%	-38%	-10%	-8%	0%	0%	11%	15%
Prémie vs. medián	x	x	-31%	-28%	-10%	-7%	16%	8%	22%	26%

Zdroj: Bloomberg, společnosti, CYRRUS

Z ocenění vyplývá, že hlavní potíží ČEZ je nyní pokles EBITDA (-2,2% 2010 vs. 2009 a očekávaných dalších -3,8% 2011 vs. 2010). Jak jsme ukázali výše v této analýze, ČEZ je nejvíce z celého sektoru citlivý na změny cen elektrické energie na trhu. To, že elektřinu na roky 2010, 2011 a 2012 prodával ve velkém objemu v předstihu za relativně nízké „pokrizové“ ceny, se právě v letech 2010-2012 negativně projevuje na zisku EBITDA. Investoři by nicméně podle nás měli vzít v úvahu, že od roku 2013 lze očekávat opět oživení růstu EBITDA (i přes zavedení částečného zpoplatnění emisních povolenek) díky očekávanému poměrně značnému růstu průměrné realizované prodejní ceny elektřiny ze strany ČEZ (konec efektu nízkých předprodejových cen z let 2008-2010).

Podle našeho modelu se ČEZ nyní obchoduje sice na poměrně vysokých 7,1x EV/EBITDA 2012e, nicméně na 6,7x EV/EBITDA 2013e resp. 6,1x EV/EBITDA 2014e. To jsou již hodnoty na úrovni či pod úrovní očekávanou pro celý trh, zatímco ČEZ by se podle našeho názoru měl obchodovat alespoň s mírnou premií vůči sektoru (10-20%). Potenciální férové ocenění ČEZ dle srovnávací analýzy ukazuje následující obr. Náš předpoklad férového ocenění akcií ČEZ na úrovni +0 až 10% P/E resp. +10 až 20% EV/EBITDA je označen rámečkem. **Férové**

ocenění se tak dle tohoto přístupu pohybuje v intervalu 865 – 982 CZK, průměrná hodnota 924 CZK/akcii.

Valuace ČEZ dle srovnání poměrových ukazatelů ocenění s peer group

		EV/EBITDA 2011E							EV/EBITDA 2012E				
		-20%	-10%	0%	10%	20%			-20%	-10%	0%	10%	20%
P/E 2011E	20%	879	917	955	992	1 030	P/E 2012E	20%	852	888	923	959	995
	10%	831	869	907	944	982		10%	805	840	876	912	948
	0%	783	821	858	896	934		0%	758	793	829	865	901
	-10%	735	773	810	848	886		-10%	710	746	782	818	854
	-20%	687	724	762	800	837		-20%	663	699	735	771	807

Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

CÍLOVÁ CENA A INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

Podle modelu diskontovaných peněžních toků (DCF) stanovujeme 12-měsíční cílovou cenu akcií ČEZ na úrovni 970 CZK. Tato cílová cena je vyšší než závěry srovnávací analýzy dle ocenění peer group (924 CZK). Vzhledem k tomu, že považujeme celý sektor elektrárenských utilit v Evropě v současné době za mírně podhodnocený (především ve světle posledních událostí po katastrofě v Japonsku) a navíc podle nás trh ne zcela reálně oceňuje fundamentální situaci ČEZ, zakládáme naši 12-měsíční cílovou cenu výhradně na závěrech modelu DCF. Ocenění vyplývající z analýzy peer group potom považujeme za konzervativní „spodní hranici“ férového ocenění ČEZ. Ačkoliv je v současné době ve hře mnoho rizik na negativní straně (nejistoty ohledně zdanění emisních povolenek, potenciální zdanění jádra v ČR na straně negativní), na rozdíl od situace z loňského roku se podle nás v poslední době vynořilo několik potenciálních rizik valuace na pozitivní straně. Jedním z nich je dopad japonské katastrofy na ceny elektřiny (který jsme do našeho modelu započítali poměrně konzervativním způsobem), dalším potom potenciální pozitivní vliv zavedení slevy na dani z odvedené srážkové daně z dividend.

Stanovujeme tedy 12-měsíční cílovou cenu akcií ČEZ na úrovni 970 CZK. Tato cílová cena převyšuje tržní cenu akcií ČEZ (879 CZK, závěrečná cena k 28.3.2011) o 10,4%, proto v souladu s naší investiční stupnicí (viz str. 18) **ponecháváme naše investiční doporučení na stupni „AKUMULOVAT“.**

SOUHRN FINANČNÍCH VÝKAZŮ A PROJEKČÍ

Pro-forma finanční výkazy a finanční ukazatele

INCOME STATEMENT		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
<i>(CZK bil.)</i>								
Sales		183,958	196,352	198,848	197,208	200,650	217,680	229,816
Fuel		16,176	15,805	16,946	16,138	16,320	16,874	17,247
Purchased power and services		41,670	48,170	54,353	54,719	54,469	59,106	61,021
Repairs & maintenance		5,597	6,043	5,465	5,557	5,751	5,965	6,215
Personnel expences		16,956	18,116	18,717	19,434	19,676	20,791	21,401
Material		4,589	5,272	4,844	5,208	5,365	5,540	5,720
Operating costs total		117,304	128,153	133,791	137,260	138,313	151,570	158,258
EBITDA		88,701	91,075	89,089	85,674	88,995	93,619	99,659
Deprecitation & amortization		22,047	22,876	24,032	25,726	26,658	27,510	28,100
EBIT		66,654	68,199	65,057	59,948	62,338	66,110	71,559
Net interest expense		1,842	2,499	2,022	1,948	1,985	2,019	2,060
Nuclear provisions		2,056	2,174	2,014	2,315	2,338	2,361	2,385
Pre-tax		60,716	64,946	58,949	52,093	56,319	58,481	63,657
Income tax		13,365	13,091	11,791	10,419	10,982	11,404	12,413
Net income		47,351	51,855	47,158	41,675	45,337	47,077	51,244
Non-controlling interests		0,841	0,308	(0,074)	0,125	0,181	0,188	0,205
Net income after minorities		46,510	51,547	47,232	41,550	45,155	46,889	51,039
EPS (CZK)		86,5	96,6	88,5	77,9	84,6	87,9	95,7
BALANCE SHEET								
<i>(CZK bil.)</i>								
Total Non-Current Assets		346,2	415,0	448,0	467,9	482,7	490,7	496,1
Cash & equivalents		17,3	26,7	22,2	27,9	37,2	42,5	50,4
Total Current Assets		128,0	115,3	95,7	108,9	117,9	132,8	143,4
Total assets		473,2	530,3	543,7	576,8	600,6	623,5	639,5
Shareholder's equity		173,3	200,4	221,6	214,3	224,3	232,8	242,9
Non-controlling interests		12,2	6,3	5,4	5,8	6,0	6,2	6,4
Equity		185,4	206,7	227,1	220,0	230,3	239,0	249,3
Total Non-Current Liabilities		122,2	177,2	216,0	244,1	253,8	260,1	260,6
Total Current Liabilities		153,6	146,4	100,7	112,7	116,5	124,4	129,6
Total Liabilities		275,8	323,6	316,6	356,8	370,3	384,5	390,2
Equity & Liabilities		473,2	530,3	543,7	576,8	600,6	623,5	639,5
RATIOS & MULTIPLES								
Earnings per share	(CZK)	86,5	96,6	88,5	77,9	84,6	87,9	95,7
Payout ratio	(x)	0,57	0,55	0,57	0,60	0,60	0,60	0,60
Dividend per share	(CZK)	50,0	53,0	50,0	46,7	50,8	52,7	57,4
Dividend yield	(%)	5,7%	6,0%	5,7%	5,3%	5,8%	6,0%	6,5%
ROaE	(%)	27,0%	27,6%	22,4%	19,1%	20,6%	20,5%	21,5%
ROE	(%)	27,1%	29,8%	23,6%	18,7%	21,1%	20,9%	21,9%
ROIC	(%)	16,0%	10,5%	12,5%	10,5%	10,5%	10,8%	11,3%
ROaA	(%)	15,8%	13,6%	12,1%	10,7%	10,6%	10,8%	11,3%
EBITDA margin	(%)	48,2%	46,4%	44,8%	43,4%	44,4%	43,0%	43,4%
EBIT margin	(%)	36,2%	34,7%	32,7%	30,4%	31,1%	30,4%	31,1%
Net Income margin	(%)	25,7%	26,4%	23,7%	21,1%	22,6%	21,6%	22,3%
Interest coverage	(x)	36,2	27,3	32,2	30,8	31,4	32,7	34,7
Net Debt/EBITDA	(x)	1,0	1,4	1,8	2,1	2,0	1,9	1,7
P/E	(x)	10,1	9,0	9,8	11,2	10,3	9,9	9,1
EV/EBITDA	(x)	7,1	6,9	7,1	7,4	7,1	6,7	6,3
P/BV	(x)	2,6	2,3	2,1	2,1	2,1	2,0	1,9

Zdroj: ČEZ, CYRRUS

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

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **29.3.2011**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	5	33,3
Akumulovat	6	40,0
Držet	2	13,3
Prodat	2	13,3

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	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

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

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem 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 nenese 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. 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
Vevří 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