

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 590 Kč

ČEZ	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	590 Kč
Předchozí doporučení (25.10.2019):	Koupit
Předchozí cílová cena (25.10.2019):	748 Kč
Datum vydání:	24.6.2020

Základní informace

Odvětví: výroba a prodej elektřiny
Tržní kapitalizace: 266 mld. Kč
Závěrečná cena k 23.6.2020 (čas 16:25): 490 Kč
Roční maximum (25.6.2019, čas 16:25): 548 Kč
Roční minimum (16.3.2020, čas 16:25): 358 Kč
Zařazen v indexech: PX, WIG, CETOP
Podíl v indexu PX: 21,3 %
Koeficient beta oproti indexu PX: 0,8

Struktura akcionářů

Česká republika: 69,8 %
Free float: 30,2 %

V naší nové analýze na akcie společnosti ČEZ **snižujeme cílovou cenu vztahující se k 12měsíčnímu investičnímu horizontu ze 748 Kč na 590 Kč**. Zároveň však ponecháváme **nákupní doporučení**, když ve vztahu k cílové ceně tento akciový titul nabízí 20% růstový potenciál.

Ceny elektřiny na energetických burzách v průběhu posledního čtvrtletí loňského roku začaly zejména pod vlivem klesajících cen uhlí a zemního plynu korigovat na nižší úrovně. Negativní sentiment na energetických komoditách pak kvůli pandemii koronaviru, jež prakticky zastavila globální ekonomiku, pokračoval i začátkem letošního roku. V našem novém náhledu na společnost ČEZ tak reagujeme **na zhruba 30% pokles tržních cen elektřiny**, jenž proběhl v období od začátku 4Q 2019 do poloviny března. Oproti naší předchozí analýze jsme tak **konzervativnější v naší predikci cen silové elektřiny**, za které bude ČEZ v příštích letech prodávat ze svých zdrojů, **a pro střednědobý horizont ji snižujeme v průměru o 8 – 9 %**.

Přesto nadále máme na akcie ČEZ pozitivní náhled. I přes obtížnou makroekonomickou situaci je ČEZ na dobré cestě i letos vykázat růst hospodaření, když díky svému systému předprodeje elektřiny stále profituje z výrazného zotavení tržních cen elektřiny z let 2017 – 2018 a tedy i za rok 2020 zaznamená dvojciferný růst prodejních (realizačních) cen silové elektřiny, konkrétně o cca 18 % na úrovně v blízkosti 45 EUR/MWh (jedná se o cenu včetně peakload). Tento výrazný očekávaný růst ceny elektřiny by měl převážit nad předpokládanou slabší výkonností distribučního a prodejního segmentu, na který bude negativně doléhat jarní propad ve spotřebě elektřiny, jakožto důsledek koronavirové krize. Původní prognózy managementu společnosti na letošní ziskovost sice byly před koronakrizí o něco optimističtější, nicméně i mírně snížený výhled **EBITDA, resp. očištěného čistého zisku do rozmezí 61 – 64 mld. Kč, resp. 19 – 22 mld. Kč** značí meziroční růsty a poměrně značnou odolnost vůči dopadům krize.

Proces prodeje zahraničních aktiv od vydání naší předchozí analýzy nabral reálnějších kontur, a tak náš **aktuální střednědobý výhled již neobsahuje rumunská a polská aktiva** (vyjma aktivit v ESCO službách), jež dohromady generují do EBITDA zisku kolem 4 mld. Kč ročně. V roce 2021 tak počítáme (již bez Rumunska; dvě polské uhelné elektrárny pak nezahrnujeme do prognózy od roku 2022) s cca **5% y/y poklesem EBITDA k hranici 60,4 mld. Kč a cca 7% y/y snížením čisté ziskovosti k 19,5 mld. Kč**. Základním stabilizačním pilířem hospodaření v příštím roce však nadále bude silný výrobní segment.

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie ČEZ

 zdroj: www.fio.cz/e-broker

I přes výše zmíněnou korekci cen elektřiny na energetických burzách měl totiž ČEZ koncem března na rok 2021 předprodáno již 65 % elektřiny za průměrnou cenu 46,3 EUR (baseload). To je podle našeho názoru vzhledem k aktuálním obtížnějším podmínkám na energetických trzích stále velmi solidní realizační cena. Aktuální roční kontrakty se na trhu sice pohybují níže, nicméně náš odhad realizační ceny elektřiny pro rok 2021 v základním zatížení činí 44,8 EUR, včetně peakload pak cca 46,3 EUR, což **znamená mírné meziroční navýšení a v době ekonomických nejistot způsobených koronakrizí je to dobrý výsledek přinášející stabilizaci.** Když k tomu připočteme další námi předpokládané pozitivní vlivy ve výrobním segmentu, jako opětovný posun produkce z jádra přes hranici 30 TWh, mírně lepší výkonnost páteřních uhelných elektráren a vedle toho pokoronavirové zotavení prodejního segmentu, ve kterém očekáváme opětovný návrat k postupně rostoucí provozní ziskovosti v rozvíjejících se ESCO službách, pak z celkového pohledu by to mělo eliminovat jak nadále rostoucí náklady na emisní povolenky, tak očekávaný pokles v tuzemské distribuci způsobené novými regulačními pravidly.

Jak uvádíme výše, tržní ceny elektřiny se kvůli výše naznačeným vlivům dostaly na nižší úroveň, než na jakých byly např. před rokem. To sice posouvá naši střednědobou predikci realizačních cen elektřiny ve srovnání s naší předchozí analýzou níže, nicméně nadále vnímáme na trzích s elektřinou podpurné vlivy, a to zejména v podobě budoucího uzavírání německých jaderných a uhelných elektráren a klimatických cílů ze strany EU podporující ceny emisních povolenek. To by mělo napomáhat k opětovnému zotavování tržních cen a tím pádem držet **forwardovou křivku realizačních cen ČEZu v pozitivním trendu s tím, že na horizontu let 2023 a 2024 budou atakovat hladinu 50 EUR/MWh.** Byť tedy snižujeme střednědobé prognózy provozní ziskovosti, resp. čisté ziskovosti z úrovně 69 – 78 mld. Kč, resp. 27 – 35 mld. Kč na 63,5 – 68,3 mld. Kč, resp. 22,5 – 26,5 mld. Kč, což je kromě snížení výhledu cen elektřiny způsobeno i výše zmíněným vyjmutím rumunských a polských aktiv z našich prognóz, tak dále **predikujeme příznivý trend v hospodaření.**

To se pak promítá i do hodnocení **dividendové politiky, kterou nadále hodnotíme jako atraktivní a po letech nabírá pozitivní směr.** V letošním roce ČEZ hlásí slušný nárůst dividendy **z loňských 24 Kč na 34 Kč na akcii**, což znamená velmi solidní téměř 7% dividendový výnos. Díky předpokládanému letošnímu nárůstu ziskovosti a udržení výplatního poměru na horní hraně stanoveného rozpětí 80 – 100 % očištěného čistého zisku očekáváme v roce 2021 další navýšení, **a to k úrovni 38 Kč, což posouvá dividendový výnos vzhledem k aktuální ceně akcie na 7,7 %.** Příznivé podmínky pro výplatu dividendy by podle našich odhadů měly pokračovat i ve střednědobém horizontu s námi očekávanou dividendou v rozmezí 36 – 40 Kč v letech 2022 a 2023.

Nad rámec výše uvedeného stále zůstává ve hře i **výplata mimořádné dividendy.** Především potenciální příjem z prodeje rumunských aktiv v objemu cca 30 mld. Kč (56 Kč na akcii) vytváří podmínky k tomu, aby management přistoupil k její realizaci. ČEZ sice zřejmě bude chtít použít hotovostní příliv z divestičního procesu i na snížení dluhu a případně další investice např. v oblasti OZE či ESCO služeb, nicméně mimořádná dividenda je podle indikací managementu další možností jak využít výše uvedené finanční prostředky. Mimořádnou výplatu v objemu 10 – 20 Kč na

Tabulka č.1: Základní ukazatele

ČEZ	2017	2018	2019
Produkce elektřiny (GWh)	62 887	63 080	64 626
Instalovaný výkon (MW)	14 900	14 800	14 600
Výnosy (mil. Kč)	205 092	184 486	206 192
EBITDA (mil. Kč)	53 921	49 535	60 175
Čistý zisk* (mil. Kč)	20 698	13 055	18 856
P/E	14,15	27,72	18,97
P/S	1,33	1,58	1,35
ROA (%)	2,99	1,55	2,04
ROE (%)	7,40	4,30	5,90

zdroj: ČEZ, Bloomberg; *očistěný čistý zisk

akcii tak ve vztahu k vývoji cash flow a zadlužení sledujeme jako reálnou. Podle našeho názoru by k ní mohl být prostor již v příštím roce. Potom by se celková dividenda podle našich odhadů mohla posunout do rozmezí 48 – 58 Kč, což by značilo cca 10 – 12% dividendový výnos.

Problematika potenciální výstavby nového jaderného bloku náš příznivý pohled na společnost ČEZ nenarušuje. Jednak tento dlouhodobý projekt nebude mít v příští dekádě nějak výrazný dopad do CAPEX a likvidity společnosti a podle našeho názoru tedy neohrozí dividendovou politiku, a jednak v posledních týdnech byla ze strany vlády naznačena snaha vytvořit ČEZu, jakožto předpokládanému investorovi stavby, takové garance (v podobě stanovení výkupní ceny elektřiny a poskytnutí státního úvěru, jenž by měl za cíl snížit náklady financování), které by výrazně eliminovaly rizika spojená se stavbou a zajišťovaly by pro ČEZ určitou míru rentability projektu. Vedle toho je nadále ve hře i možnost převedení projektu na stát, v případě, že by nastaly takové regulační a legislativní podmínky, které by ČEZu znemožňovaly v přípravě výstavby pokračovat. **V našem aktuálním ocenění a výhledech tak nadále problematiku potenciální výstavby nového jádra nevnímáme jako fundamentální hrozbu**, negativně neovlivňuje námi predikované zisky a celkovou likvidní pozici společnosti.

Nadále vnímáme akcie ČEZ jako podhodnocené nabízející na současných úrovních stále zajímavý investiční potenciál. Diskont je patrný nejen ve vztahu k naší cílové ceně, ale i v rámci relativního srovnání s konkurenčními společnostmi, když evropské energetiky se dle mediánu obchodují na úrovni 7,8x, resp. 16x letošní očekávané EV/EBITDA, resp. P/E, zatímco akcie ČEZ se pohybují na 6,8x EV/EBITDA, resp. 12,6x letošního očekávaného P/E. Sektorové srovnání tak indikuje cenu akcie ČEZ přesahující hladinu 600 Kč.

Tabulka č.2: Hospodaření ČEZ podle segmentů (v mil. Kč)

rok 2019	Výnosy ¹	EBITDA	EBIT
Výroba-tradiční energetika	61 498	25 632	7 291
<i>podíl na celku</i>	29,83%	42,60%	27,59%
Výroba-nová energetika	6 353	3 936	3 096
<i>podíl na celku</i>	3,08%	6,54%	11,71%
Distribuce	43 151	20 553	11 165
<i>podíl na celku</i>	20,93%	34,16%	42,25%
Prodej	86 549	3 726	2 407
<i>podíl na celku</i>	41,97%	6,19%	9,11%
Těžba	4 883	4 991	2 280
<i>podíl na celku</i>	2,37%	8,29%	8,63%
Ostatní	3 758	1 347	200
<i>podíl na celku</i>	1,82%	2,24%	0,76%
Celkem²	206 192	60 175	26 429

zdroj: ČEZ, ¹výnosy bez výnosů mezi segmenty,
²Údaje v řádce celkem jsou konsolidované

Představení společnosti

Skupina ČEZ je energetickým koncernem, jehož hlavním předmětem podnikání je výroba, obchod a distribuce elektrické a tepelné energie, obchod a prodej zemního plynu a rovněž těžba uhlí. Mateřskou společností celé Skupiny je ČEZ, a. s., jehož hlavním akcionářem je prostřednictvím Ministerstva financí Česká republika s podílem na základním kapitálu téměř 70 %.

Skupina (společnost) provádí svoji podnikatelskou činnost jak na území České republiky, která je jejím hlavním trhem, tak v zahraničí. Mezi hlavní zahraniční trhy, ve kterých ČEZ vlastní energetická aktiva, patří Rumunsko, Polsko a Bulharsko. V posledních dvou letech začal být ČEZ aktivní rovněž v Německu, kde investoval do větrných elektráren a do společnosti Elevion zaměřující se na energetické služby. ČEZ působí rovněž v Turecku, kde z 50 %, resp. 37,4 % spoluvlastní distribuční a výrobní aktiva. Turecká aktiva tak nejsou plně konsolidovaná do celkových čísel společnosti.

Podnikání ČEZu je rozděleno do segmentů výroba – tradiční energetika, výroba – nová energetika, distribuce, prodej, těžba a ostatní. Segmenty jsou dále rozděleny geograficky na Českou republiku, Polsko, Rumunsko, Bulharsko, Německo a ostatní země.

Segmenty výroba – tradiční energetika a distribuce jsou nejvýznamnějšími segmenty společnosti. Výroba – tradiční energetika v roce 2019 realizovala provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 25,6 mld. Kč a na celkové EBITDA se podílela 42,5 %. Naprostou většinu z této sumy pak ČEZ vygeneroval v ČR, konkrétně 24,8 mld. Kč. Segment distribuce pak v loňském roce vykázal EBITDA na úrovni 20,6 mld. Kč. I v tomto segmentu dominuje Česká republika se 17,5 mld. Kč.

Výkonnost všech segmentů za loňský rok a podíly jejich základních finančních ukazatelů na celkovém výsledku hospodaření společnosti shrnuje tabulka č.2.

I přes koronavirovou krizi očekáváme letos další růst ziskovosti

Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 1Q 2020

mld. Kč	1Q 2020	Konsensus trhu*	1Q 2019	y/y
Výnosy	57,0	57,0	51,8	10,0%
EBITDA	25,9	21,7	21,3	21,6%
EBIT	18,8	14,4	13,8	36,2%
Čistý zisk	13,9	10,5	10,4	33,7%
Zisk na akcii (Kč)	26,0	-	19,5	33,3%

zdroj: ČEZ, *průměr podle průzkumu společnosti ČEZ; pozn.: čistý zisk a zisk na akcii jsou očištěné o mimořádné vlivy

V průběhu dubna klesala v ČR spotřeba elektřiny až o 15 % y/y, ve 2Q 2020 očekáváme meziroční pokles EBITDA z tuzemské distribuce až o 0,8 mld. Kč. Za celý rok 2020 pak předpokládáme snížení provozní ziskovosti tohoto segmentu o cca 1 mld. Kč na 16,5 mld. Kč.

V ESCO službách ČEZ původně letos plánoval posun EBITDA z 1,4 mld. Kč na cca 2 mld. Kč. Aktuálně to vypadá maximálně na meziročně stabilní provozní zisk.

Po vydařeném roce 2019, kdy ČEZ vykázal výrazný 21%, resp. 44% růst provozního zisku EBITDA na 60,2 mld. Kč, resp. očištěného čistého zisku na 18,9 mld. Kč, předpokládáme zlepšující se hospodaření i v letošním roce. Původní očekávání managementu společnosti bylo sice optimističtější s výhledem EBITDA, resp. čistě ziskovosti posazeným do rozmezí 63 – 65 mld. Kč, resp. 21 – 23 mld. Kč, nicméně i nová květnová prognóza naznačuje stále pozitivní vývoj ziskovosti s EBITDA ve výši 61 – 64 mld. Kč a očištěným čistým ziskem v intervalu 19 – 22 mld. Kč.

Aktuální konzervativnější náhled managementu společnosti na letošní hospodaření je způsoben výhradně pandemií koronaviru. I když ČEZ jakožto utilita, tedy energetická společnost tvořící základní infrastrukturu státu, bude postižena koronavirovou krizí daleko méně významně než firmy působící v jiných sektorech, tak přeci jen určitý negativní dopad lze očekávat především v distribučním a prodejním segmentu, když se projeví jednak propad spotřeby elektřiny zejména ve druhém letošním kvartále, tak útlum v ESCO službách, kdy se letos zřejmě nebude konat, zejména vlivem „zastavení“ německé ekonomiky v jarních měsících, další růst provozní ziskovosti.

Do letošních celoročních výsledků se pravděpodobně mírně negativně projeví i nižší než původně očekávaná produkce z jaderných elektráren. ČEZ původně plánoval objem výroby z jádra ve výši 30,1 TWh, tedy zhruba meziročně stabilní úroveň. V květnu byl výhled, zřejmě i s ohledem na aktualizované informace týkající se vývoje epidemie koronaviru, ponížen na 29,9 TWh. Nižší než původně prognózovaná produkce z jádra bude způsobena zejména prodloužením odstávky na třetím dukovanském bloku, který se měl původně rozjet ve druhé polovině března, nakonec však byl opětovně spuštěn začátkem května. Ačkoliv to management explicitně nevedl, tak je podle našeho názoru možné, že ČEZ reagoval na dubnový propad ve spotřebě elektřiny (velké tuzemské podniky, např. automobilky zastavovaly výrobu) rozšířením rozsahu provozních kontrol třetího bloku a tím tak posunul jeho náběh o více než měsíc. My se domníváme, že ČEZ ještě o něco poníží výhled produkce s tím, že finální objem za letošní rok by se mohl pohybovat v blízkosti 29,2 TWh.

Stěžejní kotvou letošního hospodaření ČEZu však bude příznivý vývoj realizačních cen elektřiny. ČEZ stále těží z výrazného růstu tržních cen elektřiny z let 2017 – 2018 a díky svému systému předprodejí si tak na letošní rok zajistil průměrnou realizační cenu poblíž 45 EUR/MWh (aktuálně společnost uvádí očekávanou letošní cenu včetně zatížení ve špičkách ve výši 44,9 EUR), což znamená výrazný cca 18% meziroční růst. ČEZ tak již druhý rok v řadě těží z významného růstu svých prodejních cen silové elektřiny, když loni se jednalo o zhruba 15% navýšení. Po zahrnutí vyšších nákladů na emisní povolenky bude mít dle našich odhadů výše zmíněný meziroční nárůst realizačních cen elektřiny pozitivní dopad do EBITDA cca 6 mld. Kč. Zejména díky tomuto hedgingu cen tak ČEZ bude letos schopen velmi slušně čelit dopadům koronavirové krize. Pomůže i vydařený první letošní kvartál, kdy společnost svým EBITDA ziskem ve výši 25,9 mld. Kč výrazněji překonala jak naše odhady, tak očekávání trhu, když se nadále dařilo obchodování s komoditami a navíc se pozitivně projevil výraznější spread mezi německými a českými tržními cenami elektřiny.

Za letošní rok tak aktuálně predikujeme meziroční růst EBITDA o 5,5 % na 63,5 mld. Kč, na úrovni očištěného čistého zisku pak očekáváme posun z loňských 18,9 mld. Kč na 21 mld. Kč. Je to korekce našeho předchozího odhadu posazeného na hladinu 65,2 mld. Kč, resp. v blízkosti 23 mld. Kč, nicméně nijak zásadní, a to právě kvůli výše zmíněnému růstu cen elektřiny.

V příštím roce kotvou stabilní ceny elektřiny a pravděpodobně již bez rumunského byznysu

Tabulka č.4: Výhled hospodaření					
mld. Kč	2020	2021	2022	2023	2024
Výnosy	221,7	206,0	200,2	204,5	201,4
EBITDA	63,5	60,4	63,5	66,0	68,3
EBIT	33,7	31,6	35,0	37,5	40,0
Čistý zisk	21,0	19,5	22,5	24,5	26,5

zdroj: odhady Fio; pozn.: čistý zisk a EBIT jsou očištěné o mimořádné vlivy

Tabulka č.5: Předchozí výhled zisků					
mld. Kč	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA	56,8	65,2	69,0	74,1	78,1
EBIT	28,4	36,8	40,6	45,7	49,7
Čistý zisk	17,1	23,8	27,5	31,7	34,9

zdroj: odhady Fio; pozn.: čistý zisk a EBIT jsou očištěné o mimořádné vlivy

Na rok 2021 měl ČEZ ke konci března předprodáno již 65 % elektřiny za průměrnou cenu 46,3 EUR/MWh (baseload). To v této obtížné koronavirové době, kdy poměrně silný globální ekonomický útlum vytváří negativní tlaky na komoditní trhy s nepříznivými konsekvencemi do tržních cen elektřiny, vnímáme jako solidní číslo a silný stabilizační prvek do ziskovosti v příštím roce. Na energetických burzách se dostávaly ceny elektřiny pod negativní tlak již koncem roku 2019, když nepříznivě působily klesající ceny uhlí a zemního plynu. Posléze ke konci 1Q 2020 přišel další pokles v souvislosti s postupující pandemií koronaviru. Tržní ceny elektřiny v té době atakovaly několikaletá minima, na německé, resp. české energetické burze poklesly roční kontrakty až k úrovním kolem 33 EUR, resp. 38 EUR/MWh. Od začátku 2Q 2020 se situace zklidnila, ceny elektřiny našly zejména díky zotavujícím se cenám emisních povolenek půdu pod nohama a postupně korigovaly na aktuálních cca 40 EUR v Německu, resp. 45 EUR v tuzemsku.

V kontextu výše uvedeného je 65 % předprodaného objemu za 46,3 EUR dobrý počín a ČEZ je podle našeho názoru na dobré cestě k tomu, aby v roce 2021 vykázal stabilní či mírně rostoucí realizační ceny elektřiny. My v naší predikci počítáme v základním zatížení s cenou ve výši 44,8 EUR, včetně peakload pak predikujeme úroveň poblíž 46,3 EUR, což by znamenalo oproti roku 2020 navýšení o 3 %. Vedle předpokládaných mírně vyšších realizačních cen elektřiny by stěžejní segment výroba – tradiční energetika měl být v příštím roce podpořen také vyšší výrobou z jaderných elektráren. Předpokládané pokoronavirové oživení evropské, potažmo tuzemské ekonomiky bude podporou pro spotřebu, potažmo pro výrobu elektřiny s tím, že produkce z Temelína a Dukovan by se mohla posunout opět přes hranici 30 TWh, konkrétně alespoň k úrovni 30,5 TWh s námi odhadovaným pozitivním dopadem do EBITDA kolem 1 mld. Kč. Spolu s mírným růstem cen elektřiny se dle našich odhadů může příznivý efekt do provozní ziskovosti pohybovat v blízkosti 3,5 mld. Kč.

K výčtu námi předpokládaných pozitivních vlivů za rok 2021 přidáváme opětovné oživení na trhu s energetickými službami (ESCO) s meziročním

Graf č.2: Vývoj ceny elektřiny od roku 2017 na německé burze (1Y kontrakt, EUR/MWh)



zdroj: Bloomberg

ERÚ vydal pro tuzemskou distribuci nové regulační podmínky pro nadcházející pětileté regulační období. To povede v roce 2021 ke snížení EBITDA o cca 1 mld. Kč, v dalších letech však budou nastavené regulační parametry hrát ve prospěch ČEZu.

Proces prodeje rumunských aktiv je v pokročilé fázi. Od roku 2021 tak již nepočítáme s jejich příspěvkem do celkového hospodaření.

Naopak prodej bulharských aktiv byl bulharskými úřady zablokován. ČEZ aktuálně neuvažuje o brzkém obnovení divestičního procesu, bulharská aktiva s ročním příspěvkem do EBITDA kolem 1,5 mld. Kč tak vracíme do našich predikcí.

příspěvkem do provozního zisku ve výši 0,3 – 0,4 mld. Kč a uvidíme, jak se bude do zisků prosazovat obecně utlumovaná uhelná energetika. ČEZ sice postupně začíná odstavovat některé staré menší uhelné bloky, nicméně efekt většího nasazení moderních pánevních uhelných elektráren (Ledvice, Prunéřov II a Tušimice) by měl převážet s alespoň lehce příznivým dopadem do EBITDA v rozmezí 0,1 – 0,2 mld. Kč.

Na druhou stranu ČEZ bude i v roce 2021 čelit dalšímu růstu cen emisních povolenek. Po letošním očekávaném nárůstu na 15,4 EUR/tCO₂ z předloňských cca 8 EUR v příštím roce předpokládáme posun ceny k hladině 20 EUR, což dle našich odhadů může přinést meziroční přírůstek nákladů o cca 3 mld. Kč.

Určitým změnám bude čelit tuzemská distribuce. Energetický regulační úřad (ERÚ) vyhlásil na další pětileté regulační období (2021 – 2025) změny některých parametrů ovlivňující výsledné tarify, přičemž v roce 2021 bude provozní ziskovost českého distribučního segmentu negativně ovlivněna snížením výnosové míry (WACC) z úrovně 7,95 % na 6,54 % s očekávaným negativním dopadem do EBITDA kolem 1 mld. Kč. Snížení WACC bylo trhem očekávané a v konečném důsledku byl výsledek spíše nad očekávání, když ve hře bylo i razantnější snížení sazby na 5,95 %. Na druhou stranu s postupným oživením ekonomiky předpokládáme meziroční růsty v objemech distribuované elektřiny, což by mělo výše uvedený regulační zásah tlumit.

V dalších letech by však měl být efekt nižšího WACC vyvažován postupným snižováním rozdílu mezi regulační bází aktiv (tzv. RAB) a účetní hodnotou aktiv, což bude mít pozitivní dopad do povolených výnosů, potažmo provozní ziskovosti. V roce 2022 by tak EBITDA z tuzemské distribuce měla mít potenciál vykázat meziroční růst a vrátit se k úrovním z roku 2020, v roce 2023 pak tuto úroveň překročit.

Divestice rumunských aktiv směřuje do finální fáze

V roce 2021 již v našich predikcích ziskovosti nepočítáme s příspěvkem rumunských aktiv. ČEZ dává poměrně jasně najevo, že cílem je dokončit proces prodeje těchto aktiv (jež jsou tvořena zejména větrnými elektrárnami a distribucí) do konce letošního roku. ČEZ dostal devatenáct nezávazných nabídek, přijetí a vyhodnocování závazných nabídek by mělo probíhat v průběhu druhého pololetí, uzavření SPA smlouvy (Sales and Purchase Agreement) je stále plánováno (i přes komplikace v podobě koronavirové krize) na konec roku 2020. Náš odhad prodejní ceny rumunského majetku, jenž do EBITDA ročně generuje kolem 3 mld. Kč, neměníme s tím, že by se mohla pohybovat poblíž 30 mld. Kč.

Včetně rumunských aktiv bychom na základě výše uvedených vlivů odhadovali zhruba meziročně stabilní úroveň EBITDA zisku, bez započítání příspěvku rumunského majetku pak predikujeme za rok 2021 pokles provozní ziskovosti o téměř 5 % k hladině 60,4 mld. Kč. To indikuje očistěný čistý zisk k úrovni 19,5 mld. Kč, tedy meziroční snížení z 21 mld. Kč predikovaných pro rok 2020. Předpokládaný menší pokles na úrovni čistého zisku je dán očekávanou úsporou na úrokových nákladech vyplývající z přeřinancování části dluhu. Již v letošním roce by se měla projevit úspora, když ČEZ bude v polovině roku refinancovat cca 21 mld. Kč dluhu novým dluhem s výrazně nižší úrokovou sazbou (4,5 % vs. cca 1 %). Obdobná

výše dluhopisů se sazbou v rozmezí 4 – 5 % bude muset být refinancována v roce 2021. Celková úroková úspora by dle našich odhadů mohla činit cca 1,6 mld. Kč, přičemž pozitivní dopad do čisté ziskovosti by se měl rozprostřít do období 2020 – 2022.

Výhled hospodaření ve střednědobém horizontu

Korekce cen komodit z konce roku 2019 a především pak koronavirová krize sníží naši prognózu cen elektřiny, za které bude ČEZ prodávat silovou elektřinu ze svých výrobních zdrojů. Jak naznačujeme výše, ceny elektřiny se obecně dostaly na nižší úroveň. Přesto nadále existují předpoklady, které by měly v budoucích letech ceny podporovat. Německo má stále před sebou definitivní odklon od jaderné energetiky, když uzavírání tamních jaderných elektráren o celkovém instalovaném výkonu 8539 MW bude gradovat v letech 2021 a 2022. Vedle toho již začíná v Německu nabírat na obrátkách postupné uzavírání uhelných elektráren, v rámci první fáze trvající do roku 2022 má být utlumen přes 10000 MW výkonu. Dalších cca 17000 MW má být odstaveno v období 2023 – 2030, definitivní odklon od uhlí by měl být dovršen kolem roku 2038. Takovýto úbytek objemu konvenčních kapacit bude vytvářet ve středoevropském regionu pnutí na straně nabídky s předpokládaným pozitivním dopadem do cen elektřiny.

V období nižších cen uhlí a zemního plynu jsou v současné době zásadním podpurným faktorem pro ceny elektřiny emisní povolenky. Ceny povolenek se sice na konci března, v době značné koronavirové nejistoty, propadly až k úrovním 15 EUR, nicméně velmi rychle se vrátily zpět k hranici 20 EUR a výrazným způsobem napomohly k tomu, že tržní ceny elektřiny v rámci tehdejšího všeobecného negativního sentimentu nezaznamenaly výraznější poklesy. Aktuálně nastavená klimatická politika Evropské unie, v rámci níž jsou tendence ještě více zpřísnovat již dříve nastavené emisní cíle, nahrává vyšším cenám emisních povolenek. Rostoucí tlaky na dekarbonizaci ekonomik ve spojení s již fungující tzv. tržní stabilizační rezervou, jež v případě potřeby koriguje nadbytek povolenek na trhu, nadále vytváří silný podpurný faktor pro budoucí vývoj jejich cen. Podle našeho názoru je hrozba propadu cen povolenek spíše nepravděpodobným scénářem, naopak by se měly ve střednědobém výhledu posouvat do úrovně 25 – 30 EUR.

Podporou pro budoucí vývoj cen elektřiny by mělo být i postupné zlepšování makroekonomického prostředí. Po letošní hluboké globální krizi lze předpokládat větší či menší oživení ekonomické aktivity napříč zeměmi. Z hlediska vývoje cen elektřiny ve středoevropském regionu je důležitý především stav německé ekonomiky. Ta po letošním očekávaném výrazném propadu v řádu vyšších jednotek procent dle prognóz MMF či německé vlády v příštím roce posílí o zhruba 5 %. K zotavení by mělo v příštím roce docházet i v celé eurozóně, např. MMF předpokládá po letošním poklesu HDP o 7,5 % v roce 2021 růst o 4,7 %. Postupný očekávaný restart globální ekonomiky by měl opětovně nastartovat poptávku po energetických komoditách, což by mohlo dodat určitý impuls cenám energetického uhlí či zemního plynu, když obě komodity se nacházejí na nejnižších úrovních za poslední čtyři roky.

Pro střednědobé období sice snižujeme prognózu realizačních cen elektřiny z rozmezí 47,5 – 55 EUR/MWh, nicméně díky výše uvedeným faktorům očekáváme, že se ceny budou nadále držet na solidních úrovních v intervalu

Tabulka č.6: Výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh, baseload)

rok	2021	2022	2023	2024
cena	44,8	46,7	48,3	50,4

zdroj: odhady Fio

Tabulka č.7: Předchozí výhled realizačních cen elektřiny (EUR/MWh)

rok	2020	2021	2022	2023
cena	44,3	47,5	51,1	55

zdroj: odhady Fio; pozn.: jedná se o baseload

46,7 – 50,4 EUR (baseload). Jelikož ČEZ v konečném důsledku realizuje prodej silové elektřiny za české tržní ceny, tak má pozitivní dopad i současný poměrně široký spread mezi německými a českými tržními cenami elektřiny, který činí 4 – 5 EUR. To by dle našich predikcí mohlo vytvářet podmínky k tomu, aby se EBITDA zisk v letech 2022 – 2024 držel výrazněji nad úrovní 60 mld. Kč, konkrétně v rozmezí 63 – 68 mld. Kč, resp. čistý zisk v intervalu 22 – 26,5 mld. Kč.

Výše uvedená střednědobá predikce hospodaření již neobsahuje dvě polské uhelné elektrárny s ročním příspěvkem do EBITDA kolem 1 mld. Kč. Divestiční proces totiž nekončí plánovaným exitem z Rumunska, v reálných plánech je i prodej polských výrobních aktiv. ČEZ očekává uzavření transakce v průběhu roku 2021. Dále již od roku 2024 nebude ve výrobním portfoliu společnosti uhelná elektrárna Počerady, když ČEZ ke konci roku 2019 nevyužil opci a rozhodl se ke 2. 1. 2024 za 2 mld. Kč prodat elektrárnu (která v roce 2019 vykázala EBITDu ve výši 0,6 mld. Kč) skupině Sev.en Energy (dříve Czech Coal). Objem výroby z uhlí tak bude z tohoto titulu postupně klesat. Vedle toho ČEZ plánuje odstavovat či utlumovat výrobu ve starých uhelných blocích, ať už se jedná o lokalitu elektrárny Mělník či elektrárnu Dětmárovice. Negativní dopad útlumu starších tuzemských bloků do provozní ziskovosti však bude v příštích třech - čtyřech letech marginální, když tyto uhelné zdroje často již dříve vyráběly minimální objemy a jejich provozní výkonnost se pohybovala na hraně rentability.

I přes pokles produkce z uhlí a výpadek EBITDA z polských uhelných elektráren a Počerad očekáváme ve střednědobém horizontu výše uvedený růst ziskovosti. Ten by měl být tažen nejen výše zmíněným předpokládaným příznivým vývojem cen elektřiny, ale rovněž mírně rostoucí produkcí z jádra (kde má ČEZ v plánu dosahovat roční výroby poblíž 31,5 TWh), dále v pokoronavírové době již předpokládáme opětovné meziroční posuny provozní ziskovosti z rozvíjejících se ESCO služeb, kde by se roční EBITDA mohla dostávat přes hladinu 2 mld. Kč a po slabším roce 2021 se díky nastaveným regulačním parametrům bude zřejmě zlepšovat ziskovost tuzemské distribuce. Vedle toho již v období 2022 – 2024 nepředpokládáme skokové nárůsty v nákladech na emisní povolenky, jako tomu bude letos a pravděpodobně i v roce 2021, když se projeví pokles uhlíkové stopy právě kvůli prodeji polských elektráren a Počerad. Sice očekáváme, že se ČEZu budou v příštích třech - čtyřech letech nadále zvyšovat průměrné pořizovací ceny emisních povolenek (k úrovni 25 – 26 EUR), nicméně nižší objemy povolenek potřebných k výrobě elektřiny z uhlí to budou výrazněji kompenzovat s tím, že meziroční růsty nákladů na povolenky by se mohly pohybovat maximálně do 0,5 mld. Kč.

Dividendová politika

Se zlepšujícím se hospodařením nabírá dividendová politika ČEZu po letech pozitivní směr. Po loňském poklesu z 33 Kč na 24 Kč v letošním roce management společnosti navrhuje dividendu ve výši 34 Kč na akcii, což znamená velmi solidní téměř 7% dividendový výnos a výplatu na horní hraně výplatního poměru, jenž je stanoven do rozmezí 80 – 100 %. Předpokládáme, že valná hromada konaná 29. června tuto dividendu schválí, její výplata pak tradičně započne začátkem srpna. ČEZ podle našeho názoru nebude mít důvod nijak výrazně měnit letos uplatněný výplatní poměr ve výši 97 % očištěného čistého zisku, a tak s očekávaným

S poklesem prognózy ziskovosti snižujeme i výhled dividend, přesto dividendovou politiku ČEZu stále hodnotíme jako atraktivní. Navíc je nadále ve hře díky plánovanému prodeji některých zahraničních aktiv mimořádná dividenda.

Tabulka č.8: Výhled dividend 2021 – 2024

2021	2022	2023	2024
38	36	40	43

zdroj: odhady Fio

Tabulka č.9: Předchozí výhled dividend 2020 – 2023

2020	2021	2022	2023
32	42,3	46,3	53,3

zdroj: odhady Fio

dalším zlepšením ziskovosti predikujeme nárůst dividendy i v příštím roce, a to k úrovni 38 Kč na akcii, což by indikovalo 7,7% dividendový výnos.

S probíhajícím divestičním procesem nabírá dividendová politika další zajímavou dimenzi, když je od příštího roku ve hře výplata mimořádné dividendy. Samotný management ČEZu naznačuje, že mimořádná dividenda je jedna z možností, jak naložit s hotovostním příjmem z připravovaného prodeje rumunských a polských aktiv, jenž by se podle našich odhadů mohl v celkovém objemu pohybovat poblíž 35 mld. Kč (30 mld. Kč Rumunsko a 5 mld. Kč Polsko). Do závěrečné fáze se dostává prodejní proces rumunských aktiv, potenciálních 30 mld. Kč, jež by ČEZ mohl získat začátkem roku 2021, by v přepočtu na akcii znamenalo 56 Kč. Nepředpokládáme, že veškerý příjem z divestice bude použit na mimořádnou dividendu, když ČEZ indikuje, že část bude chtít použít např. na snížení dluhu, další investice v OZE či ESCO službách. Nicméně stále se domníváme, že mimořádná dividenda v objemu 10 – 20 Kč na akcii (v absolutním vyjádření cca 5 – 11 mld. Kč) vyplacená např. v příštím roce, je reálná. V základním scénáři tak v příštím roce počítáme s dividendou v blízkosti 38 Kč, včetně mimořádné výplaty by se dividenda mohla posunout k úrovním 48 – 58 Kč na akcii a dividendový výnos by se pak dostával do rozmezí 10 – 12 %.

I v dalších letech nevidíme důvody k nějakému zásadnímu výkyvu dividendy směrem dolů. Naopak by se dle našich aktuálních odhadů měla v základním scénáři (tzn. bez mimořádné dividendy) držet na zhruba stabilní či mírně rostoucí úrovni. Likvidní pozice ČEZu bude nadále silná, i bez prodeje výše uvedených zahraničních aktiv by se čistý dluh měl bezpečně držet pod hranicí 3x násobku EBITDA (očekáváme kolem 2,4x), s jejich prodejem by se pak měl přibližovat k hranici 2x. Překážkou pro dividendovou politiku nebudou ani investiční výdaje (CAPEX), když ČEZ sice v aktualizovaném výhledu jejich objem navýšil, nicméně pro střednědobé období stanovené rozmezí 34 – 40,7 mld. Kč neznámá nějakou výraznou odchylku oproti předchozím letům a např. ve srovnání s obdobím, kdy ČEZ modernizoval své páteřní uhelné zdroje, se stále jedná o nižší úroveň. ČEZ tak podle našeho názoru nebude mít důvod v letech 2022 – 2023 nijak výrazněji korigovat svůj výplatní poměr a bude moci si ho dovolit držet na horní hraně rozpětí 80 – 100 %. Pro roky 2022 a 2023 tak vidíme dividendu v intervalu 36 – 40 Kč, opět nelze vyloučit vylepšení o mimořádnou dividendu, když očekáváme posílení hotovostní pozice díky prodeji polských aktiv a rovněž musíme připomenout příjem ve výši 2 mld. Kč zinkasovaný ke konci roku 2023 za již domluvený prodej uhelné elektrárny Počerady.

Ocenění společnosti

Tabulka č.10: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2020	2021	2022	2023	2024	pokračující fáze
risk free rate (%)	0,95	1,05	1,25	1,55	1,85	2,50
market return (%)	9,00	9,10	9,20	9,30	9,40	10,00
beta	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
equity risk premium (%)	6,44	6,44	6,36	6,20	6,04	6,00
cost of equity (%)	7,39	7,49	7,61	7,75	7,89	8,50
cost of debt (%)	3,30	3,30	3,40	3,50	3,60	4,00
effective tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	2,64	2,64	2,72	2,80	2,88	3,20
equity weight	0,61	0,66	0,65	0,65	0,64	0,64
debt weight	0,39	0,34	0,35	0,35	0,36	0,36
WACC (%)	5,55	5,85	5,90	6,01	6,11	6,61

zdroj: odhady a výpočty Fio, Bloomberg

Tabulka č.11: Model diskontovaného cash flow

mld. Kč	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	33,7	31,6	35,0	37,5	40,0
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPAT	26,9	25,2	28,0	30,0	32,0
depreciation	29,9	28,8	28,5	28,5	28,3
change in WC	-2,7	-1,0	-2,0	-1,0	-2,6
CAPEX	37,1	36,4	40,7	37,4	34,0
CF to the firm	22,4	18,6	17,8	22,1	28,9
DCF	10,6	17,6	15,9	18,6	22,8
sum of the DCF	85,4				
terminal value	398,1				
net debt	167,9				
equity value	315,6				
number of shares (mil. ks)	535,3				
target price (CZK)	590				

zdroj: odhady a výpočty Fio

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti ČEZ, byl použit model DCF (diskontované cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, náklady, zisk, odpisy, investice atd.). K výpočtu bylo použito vlastních odhadů budoucího hospodaření firmy. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následného diskontování. Diskontním faktorem v našem modelu jsou průměrně vážené náklady kapitálu (WACC) počítané jako součet nákladů na vlastní a cizí kapitál při zohlednění předpokládaných vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého státního dluhopisu ČR) a prémie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX.

Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu, konkrétně alternativní cílové ceny při různém nastavení WACC a tzv. pokračující míry růstu ve druhé fázi našeho modelu ocenění.

Tabulka č.12: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů					
pokračující růst	WACC				
	6,21%	6,41%	6,61%	6,81%	7,01%
0,6%	601	569	540	513	487
0,8%	629	595	564	535	508
1,0%	659	623	590	559	530
1,2%	691	653	617	584	553
1,4%	726	685	647	611	579

zdroj: odhady Fio

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Stabilní společnost s působností ve střední a jihovýchodní Evropě.
- Vhodný výrobní mix, od bezemisních jaderných elektráren, OZE až po účinné uhelné elektrárny napájené z vlastních dolů.
- Systém předprodejů silové elektřiny eliminující rizika nadměrných poklesů cen elektřiny na energetických burzách
- Silná likvidní pozice.
- Stále atraktivní dividendová politika.
- Financování za relativně nízké úrokové sazby.
- Uspokojivá míra zadlužení neohrožující finanční stabilitu společnosti.

• Slabé stránky

- Citlivost výnosů a zisků na tržní ceny elektřiny na energetických burzách.
- Vliv státu, politická rizika (stát prostřednictvím MFČR vlastní téměř 70 % akcií společnosti).
- Velká organizační struktura, nižší flexibilita společnosti.

• Příležitosti

- Postupné pokoronavirové zotavování ekonomik vytváří půdu pro opětovné oživení tržních cen elektřiny s pozitivním dopadem realizačních cen ČEZu.
- Potenciál navýšení výroby z jaderných elektráren do rozmezí 31,5 – 32 TWh.
- Silné páteřní uhelné zdroje – Tušimice, Pruněrov (obě komplexně zmodernizované elektrárny), Ledvice (nová elektrárna).
- Potenciál rozšiřovat působení v segmentu energetických služeb prostřednictvím dceřiné firmy ČEZ ESCO.
- Působení na trhu zemního plynu, kam ČEZ úspěšně vstoupil v roce 2010 a stal se největším alternativním dodavatelem v ČR.
- Realizace úspor s cílem snížit provozní náklady a podpořit ziskovost.

• Hrozby

- Riziko nestability regulatorních a legislativních podmínek v jihovýchodní Evropě.
- Riziko poklesu cen komodit (zejména uhlí, zemní plyn) s negativním dopadem do tržních cen elektřiny.
- Nejistoty ohledně vývoje regulace evropské energetiky.
- V návaznosti na předchozí bod hrozba poklesu cen emisních povolenek a elektřiny.
- Negativní dopady oslabování turecké liry vůči dolaru do hospodaření tureckých společných a přidružených podniků.

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

Jan Raška
Fio banka, a.s.
Analytik
jan.raska@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5 % na základním kapitálu Fia. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přijme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

Koupit – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

Akumulovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5% až -5%

Redukovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %.

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

Nákup – long: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Prodej - short: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti ČEZ naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/11392-cez>. Uvedený seznam obsahuje informace o datu vydání investičního doporučení, typu doporučení, cílové ceně a ceně v době zveřejnění doporučení, investičním horizontu či totožnosti příslušného analytika Fio banky, a.s.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akci naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílů jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

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