

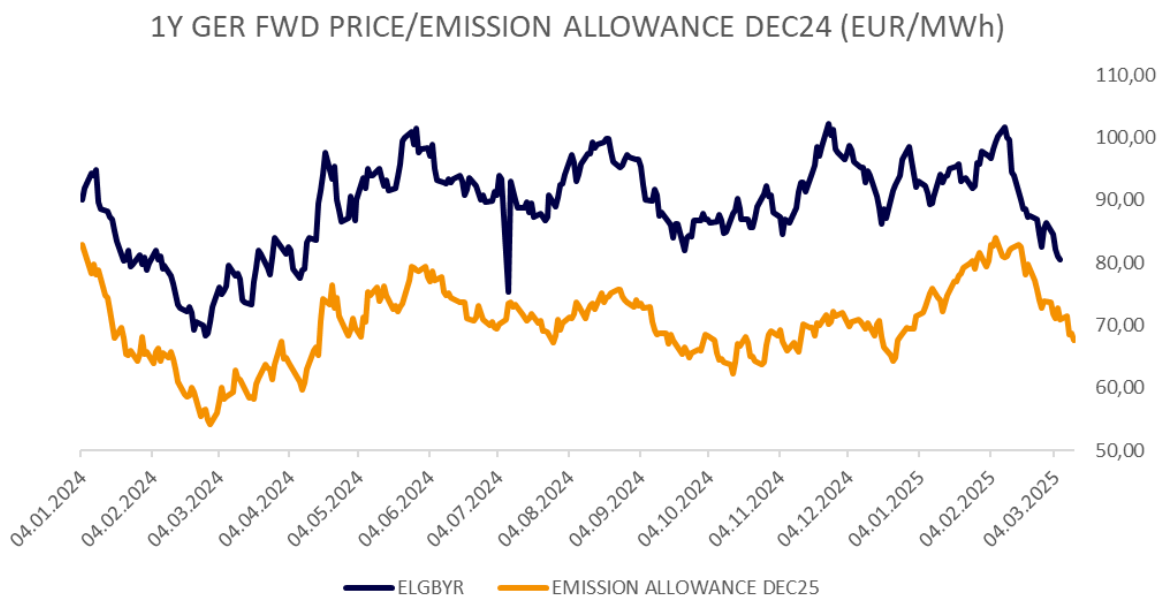
ČEZ – Střednědobé volné cash flow pod tlakem vysokých CAPEXů

10. 03. 2025; původní report v angličtině byl publikován 10. 03. 2025, 7:15

Naše investiční doporučení snižujeme z „Akumulovat“ na „Držet“ s cílovou cenou 998 Kč/akcii. Cílovou cenu odvozujeme z průměru ocenění metody DCF (943 Kč) a metody tržního porovnání (1054 Kč). Naše nová 12M cílová cena implikuje 1,3% celkový výnosový potenciál akcií ČEZ vůči jejich současné tržní ceně.

Z dlouhodobého hlediska zůstáváme na akcie ČEZ pozitivní, avšak ve střednědobém horizontu bychom byli obezřetní s ohledem na rozsáhlý CAPEX plán, který dle našeho názoru v kombinaci s předpokládanými nižšími realizovanými cenami elektřiny a klesající ziskovostí uhelných aktiv negativně ovlivní výši FCFF (volné cash flow). Dlouhodobé tržní ceny elektřiny předpokládáme na úrovni ~90 EUR/MWh, což odráží naše očekávání, že vyšší náklady na výstavbu nových výrobních kapacit, které mají kompenzovat postupný pokles uhelných výrobních aktiv, se časem promítnou do tržních cen elektřiny. Potenciálním katalyzátorem pro akcie ČEZ nadále zůstává výsledek restrukturalizace.

Po kolapsu cen elektřiny začátkem minulého roku došlo k jejich stabilizaci do pásma 75-105 EUR/MWh. Během února však cena elektřiny překonala hranici 100 EUR/MWh a to v souvislosti s prudkým zdražením cen plynu způsobeného zastavením tranzitu plynu přes Ukrajinu, chladnějšími předpověďmi počasí, omezenými dodávkami LNG a požadavkem EU, aby členské státy do začátku zimy naplnily své zásobníky alespoň z 90 % kapacity. V posledních týdnech však nervozita ohledně dodávek plynu klesá, což se projevuje v poklesu ceny plynu.



Source: Bloomberg, Patria Finance

Patria Finance, a.s.

Výmolova 353/3, 150 27 Praha 5, IČ 26455064
zapsaná v obchodním rejstříku odd. B, vložka 7215
vedeném Městským soudem v Praze

PATRIA
FINANCE

Díky zajišťovací strategii ČEZ by společnost měla za minulý rok dosáhnout rekordní úrovně zajištěné ceny elektřiny ~133 EUR/MWh. V dalších letech se však začne projevovat pokles tržních cen elektřiny – v roce 2025 by měla zajištěná cena klesnout na ~119 EUR/MWh a v roce 2026 na ~101 EUR/MWh.

Očekáváme, že společnost díky rekordní úrovni zajištěné ceny elektřiny dosáhne EBITDA zisku ve výši 131,3 mld. Kč (+5,2 % y/y). V jejím meziročním růstu se také pozitivně projeví ukončení regulace cenových stropů a částečně příspěvek EBITDA zisku z akvizice GasNet, která byla dokončena ve 3Q24. V roce 2025 očekáváme mírný pokles EBITDA na 125,4 mld. Kč (-4,5 % y/y) kvůli nižší předpokládané realizační ceně elektřiny, což negativně ovlivní profitabilitu výrobního segmentu. Dále také očekáváme nižší ziskovost v segmentu těžby, která však bude kompenzována plným začleněním EBITDA zisku společnosti GasNet.

Z pohledu čistého zisku očekáváme, že společnost vykáže čistý zisk ve výši 29,6 mld. Kč při předpokládané efektivní daňové sazbě 63,6 %. V roce 2025 pak očekáváme pokles na 24,6 mld. Kč, kdy ziskovost bude dále pod tlakem daně z mimořádných zisků. Do ziskovosti se také negativně propíše akcelerované odpisy uhelných aktiv a pokles finančního výsledku hospodaření. Po roce 2025 očekáváme normalizaci ziskovosti díky ukončení platnosti této mimořádné daně. V roce 2026 by tak čistý zisk mohl vzrůst na přibližně 38,2 mld. Kč.

(CZK mn)	2024F	2025F	2026F	2027F
Tržby	345 048	326 154	308 349	301 078
EBITDA	131 297	125 388	109 707	98 664
EBITDA marže	38,1%	38,4%	35,6%	32,8%
Provozní zisk	90 972	73 982	60 603	52 096
Čistý zisk	29 624	24 564	38 168	30 912
Zisk na akcii (CZK)	55	46	71	57
Dividenda na akcii při 80 % (CZK/akcii)	46	35	55	45

Source: Company data, Patria Finance

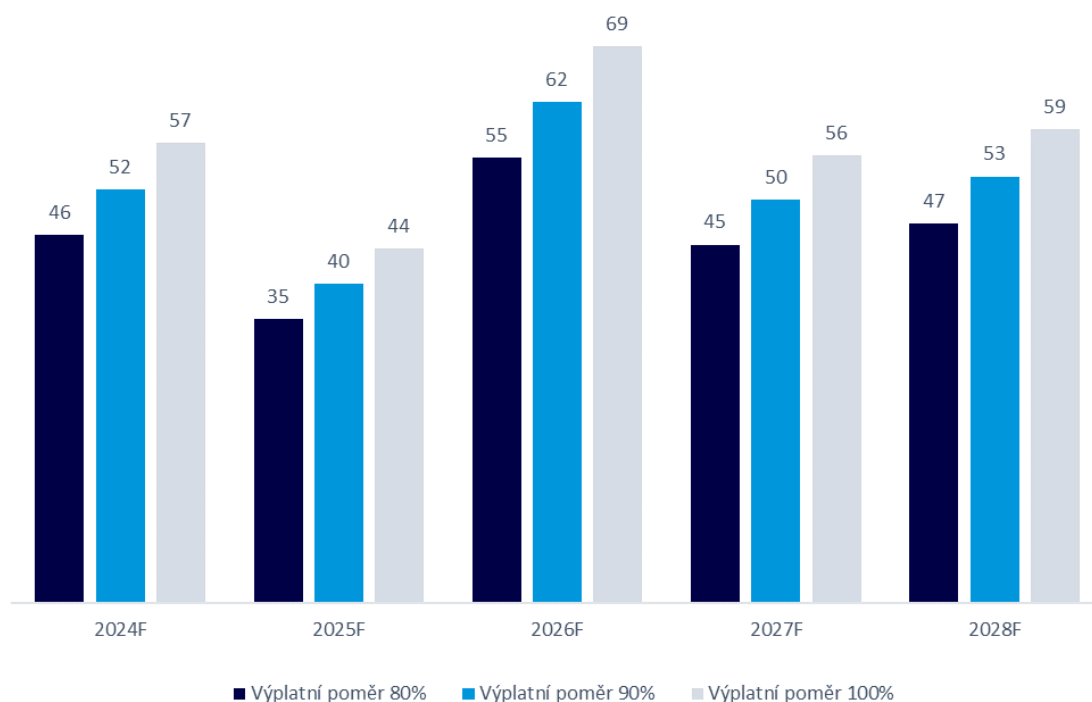
Dividenda

Ze zisku roku 2024 očekáváme, že společnost vyplatí ~46 Kč/akcii při uvážení horní hranice managementem stanoveného výplatního poměru ve výši 80 %. Tomu by při současné tržní ceně akcie odpovídal dividendový výnos ve výši 4,4 %. Předpokládáme, že dividenda ze zisku roku 2025 by mohla dále poklesnout na ~35 Kč/akcii zejména v důsledku uplatňované daně z mimořádných zisků. V roce 2026 však předpokládáme její návrat k normalizované úrovni, kdy by dividenda mohla činit zhruba 55 Kč/akcii (dividendový výnos 5,4 %). Možnost navýšení výplatního poměru nad úroveň 80 % připouštíme (v závislosti na rozhodnutí majoritního akcionáře), avšak ambiciózní investiční plán a rostoucí zadlužení mohou být limitujícími faktory.

V kontextu managementem představeného CAPEX plánu, kdy společnost plánuje proinvestovat 500–600 mld. Kč v období let 2023–2030, očekáváme, že míra zadlužení

výrazně vzroste. Podle našich výpočtů by poměr čistého dluhu k EBITDA mohl v roce 2030 vzrůst na 3,2x ze současných 1,5x, což by však stále odpovídalo managementem stanovenému rozpětí 3–3,5x.

Dividendová projekce (Kč/akcii)



Source: Company data, Patria Finance

Potenciální restrukturalizace

I přesto, že v posledních měsících frekvence zpráv ohledně restrukturalizace společnosti ČEZ klesla oproti minulému roku, nadále zastáváme názor, že k nějaké formě restrukturalizace nakonec dojde. V předchozí analýze jsme nastínili tři možné scénáře restrukturalizace, včetně převzetí společnosti ČEZ státem, rozdělení společnosti a upuštění vlády od plánů restrukturalizace společnosti ČEZ.

V roce 2024 vláda pohřbila legislativní návrh tzv. LEX ČEZ II, který by umožnil nucené rozdělení společnosti ČEZ bez souhlasu menšinových akcionářů. Důvodem byly podle našeho názoru jednak 1) relativní stabilizace cen elektřiny, která snížila urgentnost rozsáhlé restrukturalizace společnosti ČEZ, a 2) zejména možné soudní spory s menšinovými akcionáři v případě takového postupu.

Na začátku roku 2025 média informovala, že vláda zvažuje získání většinového podílu v Elektrárně Dukovany II, subjektu odpovědném za nový jaderný projekt. Ministr financí Stanjura později oznámil, že struktura financování pro druhý jaderný blok v

Dukovanech, včetně případného majetkového vstupu do dceřiné společnosti ČEZ - Elektrárny Dukovany II, bude oznámena po uzavření smluv mezi ČEZ a KHNP.

Ačkoli nevylučujeme možnost širšího převzetí společnosti ČEZ, jako pravděpodobnější se nám aktuálně jeví scénář omezenější restrukturalizace, při níž stát získá významný nebo úplný podíl ve společnosti Elektrárny Dukovany II. Z našeho pohledu by byl tento scénář nejnáze proveditelný, neboť ČEZ již má uzavřenou smlouvu, která státu umožňuje dceřinou společnost za určitých podmínek odkoupit. Otázkou zůstává, zda by toto řešení bylo dostatečné pro všechny zainteresované strany vzhledem k plánované výstavbě jaderných bloků. V obecné rovině bychom snížení expozice ČEZ vůči výstavbě jaderných bloků vnímali jako pozitivní krok, ale klíčové budou konkrétní detaily.

Cuong Manh Le, akciový analytik Patria Finance

Disclaimer

Informace o společnostech jsou k nahlédnutí na našich webových stránkách <http://www.patria.cz/stocks/research/recommendation.html>

Patria Finance Jungmannova 745/24 110 00 Praha 1 Česká republika +420 221 424 111 regulovaná ČNB	Patria – institucionální klienti Jungmannova 745/24 110 00 Praha 1 Česká republika +420 221 424 151 regulovaná ČNB	Patria – retailoví klienti Jungmannova 745/24 110 00 Praha 1 Česká republika +420 221 424 109 regulovaná ČNB	Patria - Research Jungmannova 745/24 110 00 Praha 1 Česká republika +420 221 424 128 regulovaná ČNB
---	--	---	--

Tento dokument, investiční doporučení a jiné ekonomické či investiční analýzy (dále jen „analýzy“) byl připraven analytickým oddělením společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Část oddělení vypracovávající investiční doporučení zahrnuje analytiku: Michal Kříkava, Cuong Manh Le. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby než analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Metoda oceňování:

Při přípravě analýz používá Patria všeobecně uznávané metody oceňování, zejména: (i) diskontování budoucího volného cash-flow (Discounted Cash Flow valuation, DCF), (ii) diskontování budoucích dividend (Dividend Discount Model, DDM), (iii) porovnání ve skupině srovnatelných společností (Market-Based Valuation, MBV) a (iv) screeningový systém. Méně často jsou pak využívány některé další metody stanovení férového ocenění, resp. cílové ceny, jako například Residual Income Valuation.

DCF a DDM: výhodou těchto metod je, že jsou propočítány budoucí finanční výsledky, jejich nevýhodou však je, že prognóza budoucích finančních výsledků je ovlivněna vlastním úsudkem analytika.

Porovnání ve skupině srovnatelných společností: je více nezávislé na úsudku analytika, ale je obvykle založeno na současných finančních výsledcích, které se mohou od výsledků budoucích lišit.

Screeningový systém: je založen na dvou dimenzích – (i) ohodnocení potenciálního růstu a (ii) identifikaci atraktivní hodnoty akcií. Podle výsledků screeningů se tak jednotlivé sektory a tituly dají seřadit ve dvojměrném prostoru, což umožňuje posoudit jejich relativní atraktivnost.

Patria Finance používá pouze své proprietární modely, jejichž popis je součástí textu analýzy.

Datum a čas uvedené komunikace jsou shodné s datem a časem dokončení a vytvoření investičního doporučení a datem a časem prvního zveřejnění. Doporučení je vytvořeno v datu a čase zveřejnění, a pokud není uvedeno jinak, vztahuje se pouze k časovému období následujícímu bezprostředně po zveřejnění. Patria Finance neaktualizuje doporučení v žádný předem stanovený čas ani v předem stanovené frekvenci. Patria Finance bude provádět aktualizace doporučení pokrývaných firm na základě specifického vývoje dané společnosti, oznámení, tržních podmínek či jakýchkoli dalších veřejně dostupných informací.

Investiční doporučení. Definice

KOUPIT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) 10 % a více během období 12 měsíců
AKUMULOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi 0 % a 15 % během období 12 měsíců
DRŽET	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi -5 % a 5 % během období 12 měsíců
REDUKOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi -15 % a 0 % během období 12 měsíců
PRODAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) -10 % a níže během období 12 měsíců

Vzhledem k vnějším faktorům a v mimořádných situacích může Patria Finance použít i doporučení jako: AKCEPTOVAT NABÍDKU, V REVIZI, POZASTAVENO apod.

Konflikt zájmů:

Patria Finance nebo její zaměstnanci mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria Finance nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do konfliktu zájmů, který může ovlivnit objektivitu daných analýz. Taková situace se zatím nevyskytlá.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, tak Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční tipy analytiků Patria Finance. Doporučení makléřů Patria Finance či jiných jejich zaměstnanců ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Přestože tento dokument a analýzy byly vytvořeny v souladu s pravidly k zamezení střetu zájmů, propojené osoby a jednotlivá oddělení Patria Finance mohou realizovat investiční rozhodnutí, která jsou nekonzistentní s doporučeními nebo názory vyjádřenými v těchto analýzách. Investoři by proto měli tuto konkrétní analýzu považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování.

Patria Finance analytikům vnitřními pravidly zakazuje provádět osobní obchody s investičními nástroji, které spadají do působení daného analytika, tj. s nástroji, ke kterým daný analytik vytváří analýzy investiční příležitosti. Analytici mají dále zakázáno ve vztahu k těmto investičním nástrojům poskytovat investiční služby, kromě služby investičního doporučení. Analytici nepřijímají pobídky od těch, subjektů, které mají zájem na předmětu investičního výzkumu. Bližší informace o omezení střetu zájmů jsou uvedeny na internetové stránce www.patria-direct.cz v sekci "Dokumenty", v dokumentu nazvaném „Opatření k omezení střetu zájmů“.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovnictví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
- (6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejně nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- (8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost

ČEZ

Střet zájmů

1, 2

Patria Finance, a.s.

Výmolova 353/3, 150 27 Praha 5, IČ 26455064
zapsaná v obchodním rejstříku odd. B, vložka 7215
vedeném Městským soudem v Praze



Investiční	% z pokrývaných za 12 měsíců	% z pokrývaných se vztahem v investičním bankovníctví za 12 měsíců
KOUPIT	54,5%	0,00%
AKUMULOVAT	27,3%	0,00%
DRŽET	18,2%	0,00%
REDUKOVAT	0,0%	0,00%
PRODAT	0,0%	0,00%

Část analytického týmu vytvářející investiční doporučení je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro pobídky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

Historie doporučení:

Financials	
Erste Bank	1.11.24 (Accumulate, EUR 58), 17.1.24 (Buy; EUR 46), 2.9.22 (Buy; EUR 37), 6.9.21 (Buy; EUR 41), 26.8.20 (Buy; EUR 26), 2.4.20 (Under review), 17.10.17 (Accum; EUR 39), 14.3.16 (Accum; EUR 26.5), 21.9.15 (Buy; EUR 30), 30.4.15 (Buy; EUR 28), 26.1.15 (Buy; EUR 24)
Komerční Banka	1.11.24 (Accumulate, CZK 887), 17.1.2024 (Buy, CZK 879), 2.9.22 (Buy, CZK 866), 6.9.21 (Buy, CZK 934), 24.5.21 (Buy, CZK 833), 3.6.20 (Buy, CZK 715), 2.4.20 (Under review), 30.4.19 (Accum, CZK 990), 28.6.18 (Accum, CZK 980), 8.11.16 (Reduce, CZK 820), 3.11.16 (Under review), 14.3.16 (Buy; CZK 1 140*), 23.11.15 (Buy, CZK 1 170*), 30.4.15 (Hold; CZK 1 120*)
Moneta	1.11.24 (Hold, CZK 120), 24.9.2024 (Hold, CZK 116), 17.1.2024 (Hold, CZK 100), 2.9.22 (Accum, CZK 85), 6.9.21 (Hold, CZK 92), 4.6.20 (Buy, CZK 72), 2.4.20 (Under review), 22.11.19 (Buy, CZK 86), 25.3.19 (Buy, CZK 83), 2.5.18 (Buy, CZK 86.8), 6.5.16 (Buy, CZK 83)
OTP Bank Nyrt.	10.10.24. (Buy, HUF 24,200), 25.04.24 (Buy; HUF 20,600), 2.4.20 (Under review), 8.1.20 (Akum, HUF 15,500), 26.6.19 (Akum, HUF 12,501)
* zohledněn split 1:5 (přepracováno)	
Utilities	
CEZ	9.3.25 (Hold; CZK 998), 19.2.24 (Accumulate; CZK 931), 29.3.22 (Buy; CZK 1317), 23.2.21 (Under review), 8.4.20 (Buy; CZK 545), 12.7.18 (Reduce; CZK 526), 17.3.17 (Reduce; CZK 395), 15.10.15 (Accum; CZK 555), 10.4.14 (Hold; CZK 625), 23.3.14 (Hold; CZK 600), 12.2.14 (Hold; CZK 600)
PGE	21.5.24 (Buy; PLN 9.4)
Consumer Staples	
Philip Morris CR	7.10.24 (Accumulate; CZK 16 100), 30.9.20 (Under review), 8.10.19 (Accum; CZK 15 200), 13.10.15 (Hold; CZK 11 850), 17.2.15 (Hold; CZK 11 000), 17.10.14 (Buy; CZK 11 000), 19.9.14 (Accum; CZK 11 000), 03.04.24 (Dropped coverage); 18.10.23 (Sell; CZK 329); 30.6.23 (Reduce; CZK 362); 5.6.23 (Reduce; CZK 393); 10.10.22 (Sell; CZK 597); 19.5.22 (Sell; CZK 677); 11.11.21 (Sell; CZK 968); 30.3.21 (Sell; CZK 804)
Pilulka	
IT	
Avast	1.2.21 (Suspended), 22.9.20 (Hold; GBP 496), 26.2.20 (Accum; GBP 478), 3.10.19 (Buy; GBP 440), 24.9.18 (Buy; GBP 333)
Energy	
Mol	02.04.24 (Buy; HUF 3540)
Telecommunications	
Magyar Telekom	02.12.24 (Buy; HUF 1460), 15.04.24 (Buy; HUF 1210), 06.02.24 (Buy; HUF 1080)
Health Care	
Richter Gedeon Nyrt.	07.05.24 (Buy; HUF 12640)
Arms industry	
Colt CZ Group	02.12.24 (Buy; CZK 832)

Informace společnosti lze konzultovat na: <http://www.patria.cz/stocks/research/recommendation.html>

Odměna analytiků:

Analytici jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných analýzách.

Autor analýzy, která je vám komunikována, prohlašuje, že na svém účtu nevlastní finanční instrument, jenž je předmětem analýzy.

Rizika a další všeobecné informace:

Patria při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji Finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich zájemem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoliv finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit anebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

Jurisdikce mimo Českou republiku:

Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.

Patria bude poskytovat pravidelné aktualizace o společnostech/odvětvích na základě konkrétního vývoje nebo oznámení společnosti, tržních podmínek nebo jakýchkoli jiných veřejně dostupných informací.

Patria Finance, a.s.

Výmolova 353/3, 150 27 Praha 5, IČ 26455064
zapsaná v obchodním rejstříku odd. B, vložka 7215
vedeném Městským soudem v Praze

