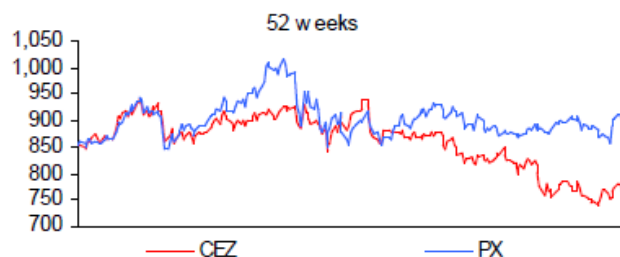


ČEZ Držet

CZK mn	2009	2010e	2011e	2012e
Net sales	196,352.0	199,443.3	217,236.2	224,787.4
EBITDA	91,075.0	88,283.5	89,961.7	95,308.5
EBIT	68,199.0	64,083.5	63,574.8	65,530.8
Net result after min.	51,547.0	48,531.4	44,297.4	44,790.4
EPS (CZK)	96.67	90.98	83.04	83.97
CEPS (CZK)	169.31	138.02	133.64	140.80
BVPS (CZK)	375.61	413.58	446.63	480.59
Div./share (CZK)	53.00	50.00	50.00	50.38
EV/EBITDA (x)	6.6	6.5	6.6	6.3
P/E (x)	8.9	8.3	9.1	9.0
P/CE (x)	5.1	5.5	5.7	5.4
Dividend Yield	6.1%	6.6%	6.6%	6.6%



Performance	12M	6M	3M	1M
in CZK	-11.1%	-16.7%	-7.7%	-2.0%
in EUR	-8.6%	-14.7%	-9.1%	-3.8%

Share price (CZK)	758.00	Reuters	CEZPsp.PR	Free float	30.0%
Number of shares (mn)	533.4	Bloomberg	CEZ CP	Shareholders	Ministry of finance (70.0%)
Market capitalization (CZK mn / EUR mn)	404,344 / 16,114	Div. Ex-date	26/06/10		
Enterprise value (CZK mn / EUR mn)	570,481 / 22,735	Target price	820.0	Homepage:	www.cez.cz

Zpátky k základům

- Výrazně snižujeme naši cílovou cenu na 820 Kč na akcii a doporučení na Držet kvůli následujícím hlavním důvodům:

 - Snížili jsme odhad ceny elektřiny v letech 2011-12 o 7% a o 13 až 14% v dlouhém horizontu kvůli nadkapacitě obnovitelných zdrojů elektřiny v Evropě, které zažívají boom.
 - Nová 32% daň na hodnotu emisních povolenek bezplatně přidělených producentům elektřiny v letech 2011-2012 v ČR zpožďuje oživení zisků ČEZu na 2012.
 - 32% daň používáme i na přidělené emisní povolenky také pro období 2013-20 (neočekáváme, že částečné bezplatné přidělování emisních povolenek bude úplně zrušeno).
- I když se náš předpoklad rostoucích cen uhlí (+35% r/r) a emisních povolenek (+16% r/r) ukázal jako pravdivý, modelové výrobní marže spadly z útesu kvůli rostoucí kapacitě obnovitelných zdrojů elektřiny a obavám z nízkých cen plynu. Nyní očekáváme malé oživení cen elektřiny (v €) na EEX/PXE, zatímco ceny ČEZu v Kč by se v letech 2011-12 měly dále snižovat. Naše předpoklady jsou však stále nad současnými forwardovými cenami.
- ČEZ oznámil 21% snížení investičních výdajů plánovaných na období 2010-14 díky nižším investicím do vysoko rizikových plynových elektráren a do zahraniční expanze. Tento krok k základům oceňujeme. ČEZ se bude soustředit na své ziskové hnědouhelné elektrárny a jistou distribuci v ČR. ČEZ bude schopný udržet stabilní 50 Kč dividendu (60% výplatní poměr) v následujících třech letech. Akcie proto v současnosti nabízí dobrý, asi 6,6% dividendový výnos.
- ČEZ se obchoduje mírně pod konkurenty na úrovni v roce 2012 očekávaného P/E 9. Věříme, že si akcie zaslouží mírnou prémii díky své stabilní nízkonákladové produkci elektřiny a rostoucí kapacitě v letech 2012-15. Nadále však existuje krátkodobé riziko, že ČEZ vydá výhled na fiskální rok 2011 pod konsensem trhu, protože momentum zisku bude v příštím roce slabé. Proto dáváme na akcie doporučení Držet, vzhledem k vysokému dividendovému výnosu. To by se změnilo na pozitivní doporučení v případě negativního krátkodobého vývoje ceny akcií.

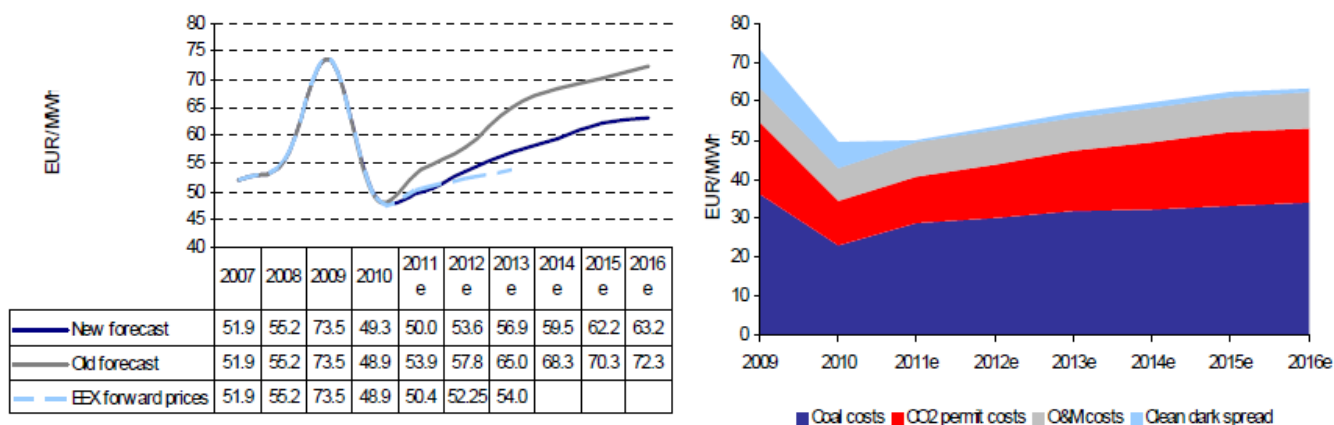
Investiční příběh

Výrazně snižujeme naši cílovou cenu na 820 Kč na akcii a doporučení na Držet kvůli dvěma hlavním důvodům:

Snížili jsme odhad ceny elektřiny v letech 2011-12 o 7% a o 13 až 14% v dlouhém horizontu. Prozkoumali jsme vývoj cen elektřiny naším na nákladech založeným modelem a zjistili jsme, že to byly modelové výrobní marže, které klesly na nulu pro uhelné elektrárny, zatímco podkladové komodity (uhlí, emisní povolenky) se vyvíjely dobře.

Tento vývoj považujeme za důsledek boomer obnovitelných zdrojů elektřiny v Evropě v okamžiku, kdy je přebytek celkové kapacity. Proto není 3-4% růst spotřeby k zvýšení výrobních marží dostatečný. Forwardové trhy jsou také řízeny obavami, že by průzkum nekonvenčního plynu mohl poslat ceny plynu níže. Protože ČEZ perfektně následuje ceny elektřiny (téměř 1:1) na EBITDA, nižší odhady ceny elektřiny jsou nejdůležitější driver naší cílové ceny.

Graf: předpověď ceny elektřiny



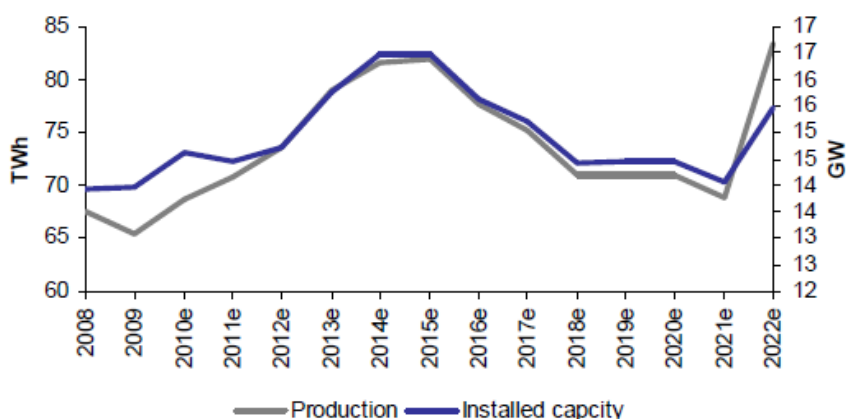
Zdroj: ČEZ, EEX, odhad EGB

Firemně specifickým důvodem pro nižší cílovou cenu je nedávné představení 32% daně na emisní povolenky bezplatně přidělované producentům elektřiny v letech 2011-12. Vláda také naznačila, že bude/by mohla prodávat emisní povolenky po roce 2012. Výrobci elektrické energie je do roku 2012 bezplatně přidělováno virtuálně 100% emisních povolenek a bezplatné přidělování se podle současné (tzn. schválené) legislativy dále snižuje ze 70% v 2013 na 0% v 2020.

Rozhodli jsme se v našem modelu použít daně a přidělování podle současného stavu. Přidělované emisní povolenky jsou zdaněny 32% a bezplatné přidělování se postupně snižuje v období 2013-20. Proto v našem modelu uplatňujeme efektivní asi 50% alokaci emisních povolenek v roce 2013. Negativní vliv na naše ocenění je **asi 38 Kč na akcii**. Počítáme, že v nejhorším případě, tzn. v případě, že bezplatná alokace emisních povolenek bude v roce 2013 snížena na nulu, **by vliv na naši cílovou cenu byl dalších 43 Kč na akcii**.

ČEZ oznámil 21% snížení investičních výdajů plánovaných na období 2010-14 díky nižším investicím do vysoko rizikových plynových elektráren a do zahraniční expanze. Plán zahrnuje pouze jeden 840 MW CCGT projekt ve srovnání s dřívějšími plány zvýšit podíl plynu jako zdroje energie u ČEZu na 20%. Protože je výhled cen emisních povolenek slabší kvůli zvýšení produkce z obnovitelných zdrojů, je hlavní důvod hovořící pro výstavbu plynových elektráren minulostí. Dáváme přednost postupné modernizaci stabilních nízkonákladových hnědouhelných zdrojů ČEZu. Okolo 60% hnědouhelných elektráren je zásobováno z dolů ČEZu a věříme, že současná situace na trhu s elektřinou umožní podepsat výhodné dlouhodobé kontrakty pro zbývající hnědouhelné elektrárny. Proto očekáváme, že ČEZ odloží odpisy hnědouhelných zdrojů na nejpozdější možné termíny. Plán investičních výdajů ČEZu je proto snížen o asi 10-15 mld. Kč ročně, i když výrobní kapacita ve střednědobém horizontu poroste.

Graf: Odhadovaná kapacita a výroba ČEZu



Zdroj: ČEZ, odhady EGB

Odhadujeme, že se poměr čistého dluhu a EBITDA v příštím roce díky sníženým provozním výdajům stabilizuje na 2x (po rychlém nárůstu v roce 2010). ČEZ bude schopný udržet stabilní 50 Kč dividendu (60% výplatní poměr) v následujících třech letech. Akcie proto v současnosti nabízí dobrý, asi 6,6% dividendový výnos.

Z pohledu zisků ČEZ potvrdil celoroční cíl pro letošní rok dosáhnout čistého zisku 46,7 mld. Kč (-9,4% r/r) a EBITDA 88,7 mld. Kč (-2,6% r/r). **Nevidíme důvod k pochybnostem, že ČEZ zveřejní celoroční výsledky za rok 2010 nad svým výhledem.** Náš výhled na zisk ČEZu v příštím roce se zhoršil kvůli očekávaným slabším velkoobchodním cenám elektřiny a zahrnutím nové 32% daně na emisní povolenky. ČEZ má několik stabilizátorů zisku, které by jinak vedly k vyšším ziskům již v roce 2011. Celkově očekáváme téměř stabilní EBITDA, ale stále velký pokles čistého zisku v roce 2011 kvůli dani na emisní povolenky (což by mělo být ve výsledovce považováno za finanční položku).

ČEZ je obvykle se svými výhledy konzervativní. Proto bychom měli očekávat, že výhled na příští rok bude pod konsensuálním odhadem. To by mohlo mít dočasně negativní vliv na trh v 1. kvartálu 2011. Pokles v roce 2011 by měl být následovaný rostoucí EBITDA v letech 2012-13 díky zvýšené produkci v nízkonákladových hnědouhelných elektrárnách a z jaderných elektrárnách stejně jako vlivem rostoucí redukované báze aktiv u distribuce. V našem základním scénáři by tyto drivery měly vyrovnat negativní vliv postupného zvyšování podílu emisních povolenek prodávaných v aukci na EBITDA. Čistý zisk odhadujeme v letech 2012-13 stabilní.

ČEZ se obchoduje mírně pod konkurenty na úrovni v roce 2012 očekávaného P/E 9. Věříme, že si akcie zaslouží mírnou prémii díky své stabilní nízkonákladové produkci elektřiny a rostoucí kapacitě v letech 2012-15. Nadále však existuje krátkodobé riziko, že ČEZ vydá výhled na fiskální rok 2011 pod konsensem trhu, protože momentum zisku bude v příštím roce slabé. Proto dáváme na akcie doporučení Držet, vzhledem k vysokému dividendovému výnosu. To by se změnilo na pozitivní doporučení v případě negativního krátkodobého vývoje ceny akcií. Věříme, že ČEZ bude dále řízen především dividendou a událostmi. Niže je několik možných růstových impulzů, které je dobré sledovat:

- Emisní povolenky po roce 2012: vláda řekla, že bude/by mohla prodávat emisní povolenky po roce 2012. Do našeho modelu jsme zahrnuli o něco méně než polovinu možného nejhoršího scénáře (žádná bezplatná alokace).
- ČEZ by měl v únoru vydat svůj výhled pro rok 2011 spolu s výsledky za rok 2010. Konsensus trhu hodnotíme stále jako příliš optimistický.
- Dohoda s MUS na dlouhodobý kontrakt hnědého uhlí by byly pro trh příjemným překvapením – vzhledem k současným podmínkám na trhu v tom vidíme šanci.
- Na úrovni EU probíhá diskuse o utažení redukčních cílů u emisních povolenek z -20% na -30%. Pokud to bude schváleno, bylo by to pro ceny elektřiny pozitivní, ale současně pro ČEZ jen mírně pozitivní, vzhledem k opětovnému zaměření na hnědouhelné elektrárny.
- Omezené vládní rozpočty by mohly vést k pomalejšímu zvýšení kapacity obnovitelných zdrojů elektřiny než bude potřebné k naplnění cílů EU v roce 2020. To by určitě cenám elektřiny pomohlo.
- V případě, že bude průzkum nekonvenčního plynu v Evropě úspěšný, by se ceny plynu mohly snížit, a to by negativně ovlivnilo ceny elektřiny.

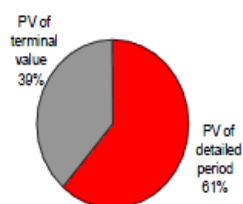
WACC calculation

	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e (TV)
Risk free rate	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	5.0%
Equity risk premium	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.5%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of equity	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.5%
Cost of debt	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	6.0%
Effective tax rate	19.0%	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%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.9%
Nuclear provision interest	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
After tax nuclear provision interest	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Equity weight	53.7%	57.0%	60.7%	63.9%	65.1%	66.1%	66.8%	67.1%	68.7%	70.4%	70.1%	69.0%
Nuclear weight	8.7%	8.7%	8.8%	8.9%	8.8%	8.7%	8.6%	8.6%	8.8%	9.1%	9.1%	8.7%
WACC	7.6%	7.8%	8.0%	8.2%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%	8.4%	8.5%	8.5%	8.7%

DCF valuation

(CZK mn)	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e (TV)
<i>Sales growth</i>	8.9%	3.5%	4.9%	4.5%	2.8%	1.1%	1.1%	-1.0%	2.2%	2.2%	0.5%	11.5%
EBIT	63,575	65,531	64,355	60,228	59,019	58,134	58,047	52,054	50,894	49,320	49,545	74,681
EBIT margin	29.3%	29.2%	27.3%	24.5%	23.3%	22.7%	21.7%	20.3%	19.4%	18.4%	18.4%	24.9%
Tax rate	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Taxes on EBIT	-12,079	-12,451	-12,227	-11,443	-11,214	-11,045	-10,649	-9,890	-9,670	-9,371	-9,414	-14,189
NOPLAT	51,495.6	53,079.9	52,127.5	48,784.9	47,805.3	47,088.2	45,398.0	42,164.0	41,224.4	39,949.5	40,131.3	60,491.5
+ Depreciation, other non-cash	30,533	34,178	37,866	41,479	43,539	45,099	46,735	48,450	50,279	52,224	54,287	55,252
Capital expenditures / Depreciation	204.1%	183.4%	120.3%	111.4%	75.4%	132.6%	130.1%	127.7%	125.1%	122.5%	106.4%	-100.0%
+/- Change in working capital	-9,022	841	-536	9,038	125	1,326	505	362	-680	-1,508	-1,441	0
Chg. working capital / chg. Sales	-50.7%	11.1%	-4.9%	85.3%	1.8%	49.1%	18.3%	-14.1%	-12.0%	-26.8%	-109.0%	0.0%
- CO2 tax	-4,443	-5,001	-3,819	-3,858	-3,233	-2,625	-1,999	-1,352	-886	0	0	0
- Capital expenditures	-62,315	-62,667	-45,556	-46,227	-32,835	-59,807	-60,823	-61,867	-62,909	-63,979	-57,748	-55,252
Free cash flow to the firm	6,248	20,429	40,073	49,416	55,401	31,081	29,816	27,766	27,228	26,686	35,229	60,491
<i>Terminal value growth</i>												2.0%
Terminal value												918,677
Discounted free cash flow - Dec 31 2010	5,809	17,624	32,018	36,506	37,817	19,592	17,351	14,914	13,487	12,178	14,815	378,789
Enterprise value - Dec 31 2010	600,881											
Minorities	5,537											
Nuclear provisions	37,808											
Net debt	160,600											
Equity value - Dec 31 2010	396,935											
Number of shares outstanding (mn)	533.4											
Cost of equity	10.3%											
12M target price per share (CZK)	820											
Current share price (CZK)	755											
Up/Downside	9%											

Enterprise value breakdown



Sensitivity (per share)

WACC	Terminal value EBIT margin				
	23.9%	24.4%	24.9%	25.4%	25.9%
7.7%	820	939	957	976	994
8.2%	849	866	883	900	917
8.7%	789	805	820	836	852
9.2%	737	752	766	781	796
9.7%	692	705	719	733	748

WACC	Terminal value growth				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
7.7%	820	883	957	1,045	1,152
8.2%	766	820	883	957	1,045
8.7%	719	766	820	883	957
9.2%	677	719	766	820	883
9.7%	641	677	719	766	820

Zdroj: Factset, Erste Group Research

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

Tento text je českým shrnutím akciového reportu vydaného v anglickém jazyce dne 13.12.2010 a obsahuje základní body tohoto reportu. Report je určen pouze pro osobní informaci adresáta a nesmí být reprodukován, distribuován nebo publikován bez předchozího souhlasu Erste Bank Group AG a České spořitelny, a.s. Další důležitá upozornění jsou uvedena v originální anglické verzi reportu.

Obecně. Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Publikace neprošla jazykovou úpravou. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.

Poctivá prezentace doporučení. Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů. Cílové ceny pro 12-měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: *kupovat* (cílová cena 20% nad cenou akcie), *akumulovat* (10% až 20% nad), *držet* (0% až 10% nad), *redukovat* (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a *prodávat* (pod -10%).

Rizika. Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko.

Aktualizace. Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny, a.s. a Erste Bank Group. Cílové ceny akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti.

Hodnocení analytika. Hodnocení analytiků není přímo závislé na výsledcích obchodování finanční skupiny ČS s pokrývanými investičními nástroji. Nepřímá vazba spočívá ve vazbě hodnocení analytiků na zisku celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Konflikt zájmů. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice v investičních nástrojích uvedených v doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v doporučení nebo mohou těmto společností poskytovat investiční nebo bankovní služby. Odbor ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s. je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny, a.s.. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované v systému SPAD mimo Erste Bank) jsou uvedeny v příložené tabulce.

Typ střetu zájmu

- (1) ČS a/nebo propojená osoba má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta větší než 5 %
- (2) emitent má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu ČS a/nebo propojené osoby větší než 5 %
- (3) ČS a/nebo propojená osoba má jiný významný finanční zájem ve vztahu k emitentovi
- (4) ČS a/nebo propojená osoba je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k finančním nástrojům vydaným emitentem
- (5) ČS a/nebo propojená osoba byla v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědučím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
- (6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
- (7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Sřet zájmu (uved'te zde číselné označení přísušného typu sřetu zájmu)
AAA Auto	4
CETV	4, 5, 6
ČEZ	4, 5, 6
ECM	4
KIT Digital	4
Komerční banka	4
NWR	4
ORCO	4, 6
Pegas	4
Philip Morris ČR	4
Teléfonoica O2 Czech Republic	4
Unipetrol	4
VIG	3, 4, 5