

ČEZ a.s.

po valné hromadě



Vývoj cen a objemů obchodů akcie ČEZ



Doporučení: nová cílová cena: 220 Kč/akcii (původně 180 Kč/akcii)

Uvedené odhady poměrně dostatečně obhajují vnitřní hodnotu akcie společnosti nad hranicí 200 Kč na akcii, což je impulzem ke změně doporučení. Rizika spojená s doposud těžko kvantifikovatelnými projevy případných akvizic na Slovensku a v Bulharsku i s klesajícími objemy akciových obchodů na trhu nabádají k opatrnosti. Podle našeho názoru cenou vyjadřující tyto vlivy je cena 220 Kč za akcii.

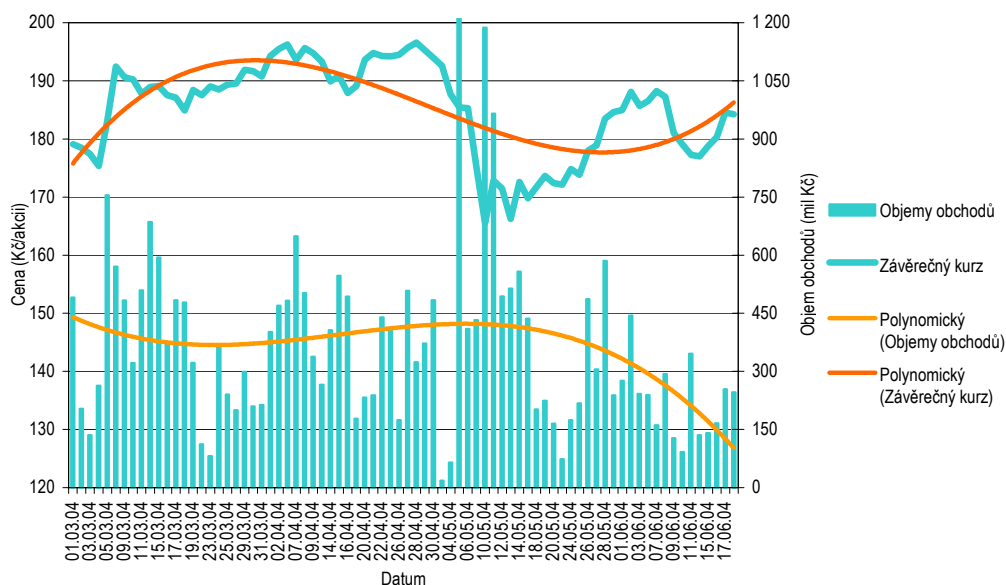
Obsah:

- | | |
|--|---|
| 1. Aktuality | 11. Faktory významné pro vývoj cen akcií |
| 2. ČEZ po valné hromadě... | 12. Pohled za hranice |
| 3. Čtvrtletní výsledky | 13. Rizika |
| 4. Slovenské elektrárny (15.5.2004) | 14. Kalendář událostí 2004 |
| 5. Bulharská privatizace (1.4.2004) | 15. Shrnutí |
| 6. Technické údaje | 16. Použité a doporučené odkazy |
| 7. Vývoj ceny v roce 2003 | 17. Kontakty BH Securities v abecedním pořadí |
| 8. Dividendová politika | 18. Upozornění společnosti |
| 9. Hospodářské výsledky | |
| 10. Postavení ČEZ | |

Věnujte prosím pozornost upozornění na zadní straně !

1. Aktuality

Aktuální vývoj cen a objemů obchodů akcie ČEZ



Obchodování na BCPP. Ani ČEZ se na počátku května již neubráníl poklesu ceny a byl stržen celkovým poklesem trhu. Přišel tak o „body“ nasbírané v předchozích měsících. Přestože cena akcie postupně roste již zhruba od poloviny května, bilance za první polovinu června je neutrální, pokles ceny na počátku tohoto měsíce byl vyrovnán a lze jen závidět celkovému nárůstu trhu, který od počátku června činí téměř 5% (měřeno PXD). Klesající objemy obchodů (finančně i kusově) celkový dojem z obrátu k růstu ceny oslabují.

Valná hromada schválila hospodaření společnosti v roce 2003 a dividendu. Řádná valná hromada společnosti konaná dne 17.6.2004 schválila (mimo jiné) hospodaření společnosti v roce 2003 a rozdělení zisku za rok 2003. Byla schválena výplata dividendy za rok 2003 ve výši 8 Kč (brutto) na akcii, tj. v celkovém objemu cca 4,7 mld Kč.

Eurobonds. Společnost prostřednictvím své dceřiné firmy ČEZ Finance BV vydala emisi zahraničních dluhopisů za 400 milionů EUR, tj. cca 12,5 mld Kč. Splatnost emise je 7 let, roční úroková sazba 4,625 %- Účelem emise je především refinancování dluhu.

Vstup do Evropské unie je novým impulzem k širšímu srovnávání a ke změně měřítek, kterými posuzujeme věci a jevy kolem nás. Tak je tomu i v případě ČEZu. Základní bilance výroby a spotřeby elektrické energie v Evropské unii v roce 2003 je v tabulce níže. Rozšířením EU se trh zvětší o cca 10% z dosavadních cca 2550 TWh spotřeby el. energie na cca 2850 TWh. Český trh se spotřebou cca 54 TWh představuje tedy cca 2%, což je i přibližně podíl ČEZu na výrobě elektřiny v nové evropské pětadvacítce.

Co se týče podílů jednotlivých výrobců el. energie, podíl v nové Evropě zůstává zachován: francouzská EdF – 17%, italská ENEL – 8%; z tohoto pohledu se ČEZ s podílem 2% obsazuje deváté místo.

	2003
Výroba celkem	2 544,7
spalováním fosilních paliv	1 378,0
jádro	853,3
voda	295,8
geotermální a další zdroje	17,6
Dovoz celkem	235,3
Spotřeba celkem	2 574,4

Celková bilance upozorňuje i na další aspekty. V současné době je zaznamenáván růst spotřeby elektrické energie v Evropě, přitom zastoupení jednotlivých zdrojů při výrobě elektřiny nekorresponduje se závazky na snížení emisí skleníkových plynů do ovzduší a jak upozorňují odborné analýza pro Evropu může být komplikované dodržení závazků, ke kterým se přihlásila v rámci Kyotských protokolů. Téma emisních limitů, ekologické daně apod. se tak

Komentář [PH1]: Zajímavosti
6.5.2004 www.cez.cz

Komentář [PH2]: TZ
28.4.2004 www.cez.cz

Komentář [PH3]: TZ
28.4.2004 www.cez.cz

stanou významnými i pro českou energetiku a budou ovlivňovat i fungování ČEZu. Struktura výroby současně ukazuje na význam výroby el. Energie z jaderných zdrojů a jeho pravděpodobný další nárůst.

S datem vstupu do EU koresponduje **změna sazby DPH od 1.5.2004**, která přináší **snížení** maximální ceny elektřiny pro všechny kategorie odběratelů o **2,4 %**.

Komentář [PH4]: [Ekonomika.iHNed.cz](#) 26. 4. 2004 09:42

Severočeské doly - vstup i prodej v jednom? Podobně jako „šampon a kondicionér v jednom“ spojuje krystalizující postup privatizace Severočeských dolů koupi i prodej těchto akcií z pohledu společnosti ČEZ; výsledný efekt je zatím nejistý.

V březnu zastavená privatizace SČD po zrušení veřejné soutěže připouští teoreticky tři varianty:

- novou veřejnou soutěž,
- exkluzivní prodej jedinému partnerovi, nebo
- koupě Mostecké uhelné samotnými Severočeskými doly.

Komentář [PH5]: [hn.ihned.cz](#) 18. 6. 2004

V současné době nabývá konkrétnějších podob **prospěšná varianta – exkluzivní jednání s jediným kupcem** a bylo zveřejněno následující možné schéma: vytvoření společného podniku „České uhlí“ spojením vkladů společnosti Appian Group a ČEZ. Společnost České uhlí by v konečném důsledku vlastnila 100% Severočeských dolů a 100% Mostecké uhelné. Vklady by totiž byly následující: Appian Group: finanční vklad 4 mld Kč a nefinanční vklad 100% Mostecké uhelné společnosti a ČEZ: finanční vklad 4 mld Kč a nefinanční vklad 38% Severočeských dolů. Celkový finanční vklad obou partnerů (8mld Kč) by byl použit pro koupi 55%-ního balíku Severočeských dolů od FNM.

Zdá se, že kolem tohoto řešení vzniká i konsensus jednotlivých stran. Svou podporu vyjádřil ministr průmyslu a obchodu Milan Urban, kladné stanovisko potvrdil ředitel pro strategickou komunikaci Appian Group a.s. Petr Pudil a porozumění deklaroval i ČEZ, i když velmi opatrně. Tak lze rozumět formulaci generálního ředitele ČEZ Martina Romana, že ČEZ učiní to, co si bude přát jeho vlastník. Doposud není totiž zřejmé, která ze stran by ve společném podniku České uhlí měla větší vliv (ČEZ původně usiloval o získání SČD samostatně). Navíc vstup do SČD představuje pro ČEZ náklad 4 mld Kč, který nelze využít k jiným akvizicím, a nulový příjem z případného prodeje balíku vlastních akcií SČD, i když tohoto podílu by se asi ČEZ dobrovolně nezbavoval. Přínosem by bylo sice posílení kontroly nad cenami uhlí, ale stalo by se tak u partnera, se kterým je ČEZ již silně dodavatelsko odběratelsky provázán, vždyť produkci SČD odebírá ČEZ z 80%, což s sebou nese spíše závislost SČD na ČEZu než naopak.

Časové milníky celého procesu se vyvíjejí. Původní termín výběru ze všech variant je do konce roku 2004, MPO odhaduje, že rozhodnutí padne v září tohoto roku a **přáním ministra financí Bohuslava Sobotky je rychlá privatizace do konce července!**

ČEZ podnikl první kroky k prodeji Pražské energetiky a zveřejnil oznámení o záměru prodeje svého 34%-ního podílu ve společnosti. Hlavním kritériem pro stanovení vítěze bude dle vyjádření **společnosti** **vyšší nabídnuté ceny, nicméně** musí být splněny i podmínky, které dříve stanovil ÚOHS. Potenciální zájemci měli vyjádřit svůj zájem finančním u poradci CA IB Corporate Finance a.s. **do 21.5.2004**.

Komentář [PH6]: TZ 7.5.2004 [www.cez.cz](#)

Komentář [PH7]: HN 7.5.2004, str.24

Společnost by dle rozhodnutí ÚOHS měla prodat ještě jeden podíl v distribuční energetické společnosti, konkrétně se jedná o SCE, **realizace prodeje by měla proběhnout nejdříve do září 2004**. V souvislosti se vstupem do EU ČEZ požádal o přehodnocení tohoto rozhodnutí.

rodloužené termíny pro nabídky na privatizaci a ...

Bulharsko – s prodloužením termínu může růst prodejní cena. Bulharská privatizační agentura prodloužila 1.6.2004 původní termín (25.6.2004) pro předložení konečných nabídek na koupi sedmi distributorů elektřin, a to **do 9. července**, nicméně záměr **dokončit výběr kupujících do konce července** nebyl popířen. Představy bulharské strany o prodejní ceně se proti dřívějším úvahám zvýšily a mohou souviset i s prodloužením termínu podání konečných nabídek. **Představa o celkových výnosech z této privatizace je cca 450 mil USD, tj. cca 540 mil. EUR, či cca 17,2 mld Kč. Průměrná cena jednoho balíku by se tak měla pohybovat v úrovni cca 180 mil EUR, tj. cca 5,75 mld Kč.** Připomeňme jen, že ještě v dubnu dle serveru [Bulgaria online](#), který citoval [Financial Times](#), bulharská vláda uváděla jako minimální příjem z transakce částku 300 mil. EUR (třetinový balík tedy cca 100 mil EUR, tj. cca 3,1 mld Kč) a ještě starší informace uváděly celkovou částku z privatizace cca 240 mil EUR (tj. cca 2,6 mld Kč za jeden privatizovaný balík akcií). První skok v ceně vyjadřuje zhruba nárůst objemu nabízených akcií z cca 51% na 66% základního jmění. Zda další pohyb ceny je důsledkem prodejní taktiky, či vyjadřuje zájem a soupeření investorů (sílu poptávky) nebo je důsledkem příznivých výsledků fundamentálního oceňování distribučních společností se zatím nepodařilo z bulharských informačních zdrojů zjistit. (Další informace viz též kapitola „Bulharská privatizace“.)

Komentář [HP8]: [www.priv.gov.vernment.bg](#) 1.6.2004

Komentář [HP9]: [www.online.bg](#)

Rumunsko – ČEZ projevil konkrétní zájem. ČEZ se v Rumunsku uchází o dva regionální distributory elektřiny; jde o společnosti Electrica Oltenia a Electrica Moldova. V každém z obou distributorů se nabízí 24,62 % a strategický investor musí vložením kapitálu svůj podíl navýšit na 51 %. Dalšími uchazeči jsou: americký koncern AES, řecká korporace Public Power Corporation, německý E.ON a španělská společnost Union Fenosa International.. Užší výběr uchazečů rumunské ministerstvo hospodářství zveřejnil do konce června.

Na rumunském trhu uspěl již Enel, který v současnosti koupil 20% objemu elektrické distribuce v podobě 51%-ních podílů ve dvou distribučních společnostech: Elektrice Banat a Elektrice Dobrogea (dříve divize státního podniku Electrica), a to za cenu 112 mil EUR.

Slovensko – za prodloužením termínu je gordický uzel jaderných elektráren? Termín podání závazných nabídek na koupi **Slovenských elektráren** byl také posunut, a to **na 21. července 2004**. Získaný čas využijí nejen potenciální investoři, ale pravděpodobně především slovenská vláda. Na slovenské straně probíhá intenzivně diskuse nad řešením otázek v jaderné oblasti. Dostavba Mochovské jaderné elektrárny, resp. požadavek na dostavbu a závazek v tomto smyslu od vstupujícího investora, je zdá se již hotovou věcí, alespoň v tom duchu hovoří slovenská zpravodajství a komentáře.

Komentář [HP10]: [http://www.profini.sk](#) 20.5.2004

Nejde vůbec o jednoduché otázky a případné další prodloužení termínu by pro nás nebylo překvapením (Další informace viz též kapitola „Slovenské elektrárny“.)

Zdá se, že ČEZ a investory čeká opravdu léto plné událostí.

Stručně:

Arbitráž o 25 mil USD. Francouzská energetická společnost požaduje v podané arbitráži (28.5.2004) 25 mil USD (660 mil Kč) za údajně nerealizovaný společný podnik s ČEZem z roku 2000; Dle ČEZu bylo odstoupení od smlouvy korektní.

Vláda schválila návrh novely energetického zákona. Normu navrholo ministerstvo průmyslu a obchodu a norma upravuje termíny a podmínky liberalizace trhu s plynem a elektřinou. Liberalizace trhu s energiemi v Evropě trvá několik let; nejzazší termín pro otevření trhů je podle evropských směrnic polovina roku 2007; v české republice je plná liberalizace trhu s el. energií stanovena na 1.1.2006.

Nejednoznačný názor na prodej 16% z celkového (67%-ního) státního podílu. Počátkem dubna byly impulsem pro spekulace mezi odbornou veřejností odlišné názory MPOP a MF na prodej tohoto 16%-ního podílu; zatímco MPO zastává názor zachovat celý dvouřetězový podíl a prodávat ho jen jako celek, MF vedeno snahou o získání finančních zdrojů prosazuje spíše „okamžitý“ prodej na kapitálovém trhu s využitím současné příznivé ceny akcie.

Manažerem roku se stal Martin Roman, generální ředitel a předseda představenstva společnosti ČEZ.

Komentář [PH11]: [Ekonomik a.iHNed.cz](#) 14. 4. 2004 13:52

Komentář [PH12]: [HN.IHNE D.CZ](#) 9. 4. 2004 00:00

2. ČEZ po valné hromadě...

Valná hromada zastihla společnost poměrně v dobré kondici, s mnoha plány, ale i otázkami do budoucnosti. Pominuly spekulace o výši dividendy, je rozhodnuto. Bylo schváleno hospodaření v minulém roce. Byly naznačeny záměry a postoje ČEZu v období do roku 2008.

Na základě zveřejněných informací lze formulovat zjednodušený model volných hotovostních toků a jejich diskontem uvažovat na hodnotu akcie společnosti, což je shrnuto v tabulce na následující straně (pro orientaci jsou v tabulce uvedena i čísla z let 2000 až 2002).

Na straně výnosů (příjmů) je základem modelu odhad vývoje potřeby elektřiny v ČR v budoucích letech. Byl použit odhad společnosti zveřejněný (opakovaně) v prezentacích společnosti k hospodářským výsledkům za jednotlivá čtvrtletí. Z dynamiky tohoto vývoje a z poměru celkových konsolidovaných prodejů společnosti pozorovaných v roce 2003 (který byl již významně ovlivněn konsolidací distribučních společností) byl odvozen vývoj výnosů v budoucích letech; vzájemný poměr výnosů z prodeje tepla a výnosů z prodeje elektřiny je zachován.

Podobně v odhadu nákladů byl výchozím údajem poměr nákladů k výnosům pozorovaný v roce 2003. Ve vývoji nákladů je dále zahrnut předpoklad úspory cca 1 mld v nákladech díky působení synergických efektů spojených s reorganizací společnosti na úrovni distribuce elektřiny (vytváření jediné distribuční společnosti a striktní oddělení výroby a distribuce el.). Osobní náklady, které narostly konsolidací v roce 2003 by měly patrně klesat rychleji, by mohly klesat rychleji, než je zachyceno v modelu. Nárůst jiných provozních nákladů v roce 2003 souvisí s výraznou tvorbou rezerv a opravných položek a tvorbou jaderných rezerv. Ponechali jsme tyto náklady zhruba ve stejné výši i po následující léta ve snaze postihnout možnou potřebu tvorby rezerv v návaznosti na konsolidační proces. V případě odpisů a ostatních nákladů jsem se řídil vyššími z předchozích hodnot poměru k výnosům. Investice by dle investičních odhadů společnosti neměly v období do cca roku 2010 růst; jejich výše v modelu vychází z hodnoty investic v roce 2003.

Do výpočtu volných hotovostních toků je pak zahrnuti vliv zdanění, tj. počítá se s čistým výnosem pro investory.

V modelu nejsou uvažovány prodeje majetku, či majetkových účastí ani vliv akvizic, které jsou předmětem úsilí v tomto roce neboť informace o možných vlivech nejsou zatím konkrétní a připouštějí množství variant.

Pro diskontování hotovostních toků bylo použito diskontní sazby ve výši 10% (tvořené 4% bezrizikové sazby a 6%-ní premii za riziko). Růstový faktor pro model perpetuity byl odhadnut ve výši 1%.

Současná hodnota akcie společnosti metodou diskontování volných hotovostních toků se pohybuje na úrovni cca **265 Kč na akcii**. Pokud jsou do modelu zahrnuty toky spojené s nákladovými úroky z dlouhodobých úvěrů, z kuponů obligací atd., pohybuje se kalkulovaná současná hodnota akcie na úrovni cca **195 Kč/akcii**. Pro porovnání uvedme, že dle údajů za rok 2003 činí hodnota vlastního jmění na akcii (book value) **245 Kč na akcii**. Ve všech případech je zohledněna výplata 8 Kč dividendy na akcii.

Uvedené odhady poměrně dostatečně obhajují nižší hodnotu akcie společnosti nad hranicí 200 Kč na akcii, což je impulzem ke změně doporučení. Rizika spojená s doposud těžko kvantifikovatelnými projevy případných akvizic na Slovensku a v Bulharsku i s klesajícími objemy akciových obchodů na trhu nabádají k opatrnosti. Podle našeho názoru cenou vyjadřující tyto vlivy je cena 220 Kč za akcii.

Odhad produkce a konsolidovaných volných finančních toků (IFRS)

		2000	2001	2002	2003	2004 E	2005 E	2006 E	2007 E	2008 E	
Poptávka ČR	(GWh)	52 292	53 775	53 670	54 807	55 400	56 000	57 000	57 700	58 500	
	Meziroční změna		2,84%	-0,20%	2,12%	1,08%	1,08%	1,79%	1,23%	1,39%	
Dodávka ČEZ v ČR	(GWh)	33 938	35 276	33 490	35 894	36 282	36 675	37 330	37 789	38 313	
Podíl na trhu ČR	%	64,9%	65,6%	62,4%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	
Export ČEZ	(GWh)		12 122	16 008	18 728						
Celkový prodej el. ČEZ (a.s.)	(GWh)	50 449	50 850	53 174	58 716						
Celkový prodej el. skupiny ČEZ	(GWh)				68 756	69 500	70 300	71 500	72 400	73 400	
Průměrná cena (domácí)	(Kč/MWh)	933	948	905	850	908	926	945	964	983	
	Meziroční změna		1,61%	-4,54%	-6,08%	6,82%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	
	(mil Kč)										
Výnosy za prodej elektřiny		49 675	53 300	52 938	79 548	79 900	80 800	82 200	83 300	84 400	
Výnosy za prodej tepla a ostatní		3 017	2 755	2 640	5 268	5 300	5 400	5 400	5 500	5 600	
	Poměr k prodeji elektřiny	6,07%	5,17%	4,99%	6,62%	6,62%	6,62%	6,62%	6,62%	6,62%	
Provozní výnosy celkem		52 692	56 055	55 578	84 816	85 200	86 200	87 600	88 800	90 000	
Výkonová spotřeba		23 506	24 936	25 907	43 303	42 600	42 850	43 300	43 650	44 000	
	Poměr k výnosům	44,61%	44,48%	46,61%	51,06%	50,00%	49,71%	49,43%	49,16%	48,89%	
Osobní náklady		3 793	3 946	3 854	7 994	7 500	7 000	7 000	7 000	7 000	
	Poměr k výnosům	7,20%	7,04%	6,93%	9,43%	8,80%	8,12%	7,99%	7,88%	7,78%	
Jiné provozní náklady		3 189	3 129	2 842	8 408	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000	
	Poměr k výnosům	6,05%	5,58%	5,11%	9,91%	10,55%	10,44%	10,27%	10,14%	10,00%	
Provozní náklady bez odpisů celkem		30 489	32 012	32 604	59 706	59 101	58 851	59 301	59 651	60 001	
EBITDA		22 203	24 043	22 974	25 110	26 099	27 349	28 299	29 149	29 999	
Odpisy		9 349	9 366	11 721	17 611	18 000	17 000	16 000	15 000	14 000	
	Poměr k výnosům	17,74%	16,71%	21,09%	20,76%	21,13%	19,72%	18,26%	16,89%	15,56%	
Ostatní náklady		2 254	1 386	-542	841	4 000	4 000	4 500	4 000	4 000	
	Poměr k výnosům	4,28%	2,47%	-0,98%	0,99%	4,69%	4,64%	5,14%	4,50%	4,44%	
Investice		21 620	15 320	10 330	30 900	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	
	Poměr k výnosům	41,03%	27,33%	18,59%	36,43%	11,74%	11,60%	11,42%	11,26%	11,11%	
EBIT		10 600	13 291	11 795	6 658	4 099	6 349	7 799	10 149	11 999	
EBIT*(1-Tax)		7 237	9 123	8 421	5 932	2 950	4 570	5 620	7 310	8 640	perpetuata:
FCF		-5 034	3 169	9 812	-7 357	10 950	11 570	11 620	12 310	12 640	10 500
DFCF					-7 357	9 950	10 520	10 560	11 190	11 490	116 670
DFCF / akcii					268						
Dlouhodobé úvěry, vydané obligace			43 081	35 725	30 965	42 000	40 000	40 000	40 000	40 000	
Finanční toky z finanční činnosti			-796	-582	-1 714	-1 890	-1 800	-1 800	-1 800	-1 800	-3 000
CF					-9 071	9 060	9 770	9 820	10 510	10 840	7 500
DCF					-9 071	8 240	8 880	8 930	9 550	9 850	83 330
DCF / akcii					194						

3. Čtvrtletní výsledky

O čtvrtinu vyšší tržby, o čtvrtinu nižší zisk. Poslední dubnový den společnost oficiálně zveřejnila (nekonsolidované) **hospodářské výsledky 1.čtvrtletí roku 2004**, shrnutí je v následujících tabulkách:

	v tis Kč	1.Q. 2004	1.Q. 2003	Index 04/03 (%)
Provozní výsledek hospodaření (EBIT)		4 534 810	3 071 149	147,7
Provozní výnosy		17 209 320	13 954 100	123,3
Provozní náklady		12 674 510	10 882 951	116,5
Finanční výsledek hospodaření		-944 533	-291 691	323,8
Finanční výnosy		874 077	511 791	170,8
Finanční náklady		1 818 610	803 482	226,3
Mimořádný výsledek hospodaření		-1 095 521	-6	< -500,0
Mimořádné výnosy		282 343	0	
Mimořádné náklady		1 377 864	6	> 500,0
Zisk před zdaněním (EBT)		2 494 756	2 779 452	89,8
Daň z příjmů		860 740	512 837	167,8
Zisk po zdanění		1 634 016	2 266 615	72,1
Výnosy celkem (mil Kč)		18 366	14 466	127,0
z toho tržby za elektřinu (mil Kč)		16 301	12 945	125,9
Náklady celkem (mil Kč)		15 871	11 686	135,8
z toho palivo (mil Kč)		3 637	3 763	96,7

Bilance výkonu zdrojů, výroby, dovozu a vývozu a spotřeby elektřiny (v GWh):

	1.Q. 2004	1.Q. 2003	Rozdíl	Index 04/03 (%)
Instalovaný výkon (MW)	12 153	12 153	0	100,0
Fyzický počet zaměstnanců (osob)	6 663	6 780	-117	98,3
Měrný počet zaměstnanců (osob/MW inst)	0,548	0,558		98,3
Poptávka celkem	15 932	15 471	461	103,0
Výroba celkem	23 029	22 113	916	104,1
Výroba ČEZ	16 418	15 564	854	105,5
Výroba ostatních subjektů	6 611	6 549	62	100,9
Dodávka ze zdrojů ČEZ, a. s.	15 208	14 360	848	105,9
Prodej ČEZ, a. s., v tuzemsku	12 908	10 629	2 279	121,4
z toho: prodej REAS	11 023	9 631	1 392	114,5
Saldo zahraničí celkem	-3 617	-3 072	-545	117,7
Dovoz ČEZ	0	1	-1	0,0
Dovoz ostatní	469	1 341	-872	35,0
Vývoz ČEZ	3 203	4 153	-950	77,1
Vývoz ostatní	883	261	622	338,3

Průměrné prodejní ceny elektřiny (bez podpůrných služeb) v Kč/MWh:

	1.Q. 2004	1.Q. 2003	Index 04/03 (%)
Průměrná prodejní cena elektřiny	903	810	111,5
Průměrná cena elektřiny v tuzemsku	927	884	104,9
Průměrná vývozní cena	---	---	131,2

Vybrané poměrové a akciové ukazatele:

		k 31. 3. 2004	k 31. 3. 2003	Index 04/03 (%)
Výnos na akcii 100 Kč (EPS)	Kč	2,80	3,80	73,7
Poměr tržní ceny a výnosu (P/E) *	1	8,50	14,90	57,0
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)- čistá *	%	9,80	3,00	326,7
Rentabilita aktiv (ROA) – čistá *	%	6,40	1,90	336,8
Obrát aktiv	1	0,28	0,25	112,0
Celková zadluženost bez rezerv	%	26,60	26,10	101,9
Dlouhodobá zadluženost	%	13,40	16,00	83,8

Společnost zaznamenala meziročně vyšší dynamiku výroby, dodávek a prodeje elektřiny (v naturálních jednotkách), než představoval nárůst tuzemské poptávky, což vyjadřuje posilování postavení ČEZ na tuzemském trhu.

Výroba elektřiny v 1. čtvrtletí tohoto roku se zvýšila o 5,5% na 16418 GWh; podíly na výrobě: uhelné el. 56%, jaderné el. 41% a vodní el. 3% vyrobené el. energie. Vývoj výroby elektřiny za 1.čtvrtletí v posledních 5 letech je v tabulce:

Rok	Výroba el. 1.Q. (GWh)
2000	13 752
2001	13 898
2002	13 795
2003	15 564
2004	16 418

Objemový nárůst elektřiny znásobený meziročním nárůstem průměrné ceny elektřiny vyústil ve více jak 25% nárůst tržeb za elektřinu a tím odpovídající nárůst celkových výnosů. V tom je skryt i příspěvek vývozu elektřiny, kde byl zhruba 30%-ní pokles objemu kompenzován nárůstem vývozní ceny elektřiny o více jak 30%. Společnost navíc ve své zprávě poukazuje na nová vývozní omezení způsobená novými pravidly, která vyžadují, aby jeden vývozce měl při přeshraničním prodeji pouze jediného zahraničního partnera; bez tohoto omezení by pokles objemu vývozu byl jen cca 7%.

Nárůst ceny elektřiny znamenal i růst nákladů spojených s nákupem elektřiny pro další prodej a byl hlavní složkou nárůstu celkových provozních nákladů. Výnosová složka provozní činnosti však výrazně převažovala a **provozní zisk vzrostl meziročně o téměř 50%**.

Konečný výsledek hospodaření byl negativně ovlivněn mimořádnou ztrátou na vrub změny metodiky účtování derivátů; čistý zisk poklesl meziročně o cca 28%. **Pro výše zmíněné provozní výsledky vynívá celkové hodnocení vývoje hospodaření příznivé.**

Nárůst výkonů zlepšil i ukazatele rentability společnosti.

V oblasti tvorby finančních zdrojů došlo vlivem nárůstu čistého zisku z běžné činnosti, nárůstu odpisů JETE a příznivějšímu stavu v oblasti pracovního kapitálu k meziročnímu zvýšení tvorby zdrojů o 2,5 mld Kč na 7,4 mld Kč. Do budoucna jsou důležité dvě skutečnosti:

- připravovaná emise eurobondů (manažerem stanovena společnost BNP Paribas a Merrill Lynch)
- urychlení zbývajících dvou splátek FNM v celkové výši 7,5 mld Kč a jejich splacení již v prvním pololetí 2004.

4. Slovenské elektrárne



Slovenské elektrárne (SE) v současné podobě vznikly 21.1.2002 převzetím výrobních zdrojů od předchozí společnosti. Impulz k této restrukturalizaci byl dán již 27.9.2000 usnesením č. 758 vlády Slovenské republiky, ke konečné realizaci došlo 21.1.2002, kdy zanikly (původní) Slovenské elektrárny a.s. a vznikly tři nové akciové společnosti: (nové) Slovenské elektrárne, Slovenská elektrizačná prenosová sústava a Tepláreň Košice.

Slovenské elektrárne jsou v současné době dominantním výrobcem a dodavatelem elektrické energie a významným výrobcem a dodavatelem tepla na Slovensku.

Společnost SE měla k 31.12.2003 majetkovou účast v 15 společnostech, z toho 12 se sídlem ve Slovenské republice a 3 se sídlem v zahraničí.

Privatizace

Formální start privatizace byl dán usnesením č. 700/2002 vlády Slovenské republiky ze dne 26.6.2002, kterým byla stanovena forma prodeje strategickému investorovi způsobem, který bude kombinovat prodej stávajících akcií s navýšením základního jmění tak, aby byla zachována 51%-ní majorita státu. Usnesení připouští dvě varianty prodeje:

- prodej 44,79% až 49% podílu (dle postupu ve věci odkupu podílů minoritních akcionářů) společnosti Slovenské elektrárne a.s. vytvořené 21.1.2002

Komentář [HP13]: www.vlada.gov.sk

Komentář [HP14]: VZ Slovenské elektrárne 1.1.2002-21.1.2002

Komentář [HP15]: UZNESE NIE VLÁDY SLOVENSKEJ REPUBLIKY č. 700 z 26. júna 2002

b) prodej 44,79% až 49% podílů ve 100%-ních dceřiných společnostech společnosti Slovenské elektrárne a.s. vytvořených 21.1.2002, které budou nově vytvořeny za účelem odděleného prodeje skupin majetku společnosti.

K projektu rozdělení společnosti na základě tohoto usnesení jsou připojeny ještě další dvě podmínky:

- vyjmout vodní dílo Gabčíkovo z procesu privatizace z důvodu dodržení přijatých mezinárodních závazků (soudních sporů),
- řešení problematiky související s JE-A1, JE-V1, JE-EMO 3, 4 již při posuzování nabídek na koupi podílu ve společnosti, aby toto řešení bylo možno přijmout při prodeji podílů.

1. srpna 2002 byl vyhlášen mezinárodní tendr a zájemci byli vyzváni k vyjádření zájmu.

16. srpna 2003 vláda Slovenské republiky rozhodla usnesením č. 718/2003 o pokračování privatizace SE s možností vstupu nových potenciálních zájemců do již probíhajícího tendru. Fond národního majetku si vyhradil právo modifikace procesu a na základě toho spolu s vládou vyzval investory s dodatečným zájmem k projevení zájmu o získání 49%-ního podílu na základním jmění společnosti obsahující i manžerskou kontrolu.

Byla zřízena Meziresortní komise pro privatizaci SE. Poradcem privatizace je společnost Pricewaterhouse Coopers (PWC).

Počátkem února 2004 schválila vláda SR návrh ministra hospodářství Pavla Ruska na rozšíření prodávaného podílu na 66% základního jmění společnosti. Zároveň bylo stanoveno pořadí kol v privatizaci: 1. kolo – privatizace celé společnosti, 2. kolo oddělená privatizace jaderné a nejaderné části SE.

Množina zájemců o SE se postupně vyvíjí. Po odstoupení společnosti britské International Power z tendru obsahuje aktuální seznam uchazečů kromě společnosti ČEZ také ruský RAO UES, německý E.ON, rakouský Verbund a patrně italský Enel, jehož jméno je spojováno se vstupem nového zájemce, jak informoval poradce privatizace Pricewaterhouse Coopers počátkem dubna tohoto roku. Enel je údajně i třetí společností (vedle ČEZ a RAO UES), která se zajímá i o celou SE včetně jaderné části. Bylo by to znovuvstoupení Enelu do tendru, neboť Enel figuroval dle agentury TASR již v původní desítkce později osmičce zájemců přibližně v listopadu 2003 a jako třetí společnost, která se ucházela i o jadernou část byl tehdy zmíněn americký koncern AES (později zmiňován již jen jako zájemce o klasickou část). Později pak byl Enel označen za jednu s odstupujícími společnostmi. Uvedené informace se většinou odvolávají pouze na blíže nekonkretizované dobře informované zdroje.

Úbytek zájemců souvisel doposud většinou s aktuální finanční situací zájemců, International Power zdůraznila zejména obavy o podobu regulace slovenské elektroenergetiky.

Pro dokreslení situace je vhodné dodat, že Slovensko prakticky již privatizovalo elektrické distribuční firmy, aktuálním tématem je stále prodej Paroplynového cyklu a.s. v Bratislavě (PPC). I když smlouva na prodej 90%-ního podílu PPC v držení FNM společnosti PPC Holding a.s. byla podepsána 6.3.2004, dodatečně se řeší problém prodeje zbývající 10%-ní účasti Slovenských elektrárni v PPC, který vyrostl z rozdílnosti názorů a poněkud chaotické komunikace všech zúčastněných.

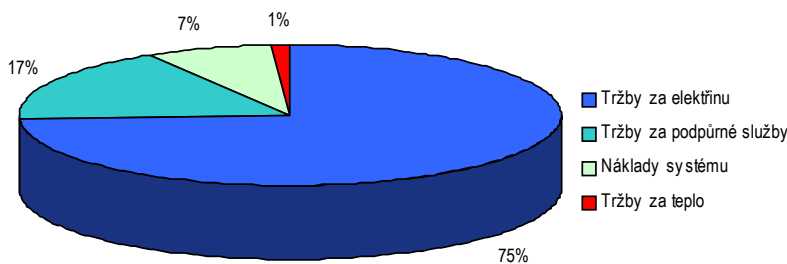
Relativně cílá je rovněž legislativní činnost v oblasti energetické legislativy.

Jak upozorňuje návrh Výroční zprávy společnosti SE za rok 2003, od začátku roku 2003 postupuje rovněž liberalizace trhu s elektřinou. K účastníkům trhu patří výrobci, provozovatel přenosové sítě, distribuční společnostmi obchodníci a koncoví odběratelé. Oprávněnými zákazníky byli odběratelé s minimálním objemem roční spotřeby el. energie 40 GWh. Regulace cen přešla od 1.1.2003 plně do rukou Úřadu pro reguláciu sieťových odvetví (ÚRSO).

Předmět privatizace

Základní činností SE je výroba, rozvod a výkup elektřiny a tepla. Hlavním zdrojem výnosů jsou především tržby za elektřinu; struktura tržeb roku 2003 je uvedena v grafu.

Struktura tržeb 2003 (mil Sk)



Komentář [PH16]: Inzerát v Hospodářských novinách 10.10.2003

Komentář [PH17]: 4.2. 2004 14:48:51 –
Ekonomika
www.pravda.sk

Komentář [PH18]: 26.3.2004 11:00 www.finance.cz

Komentář [PH19]: KB- Inv.B – zpravodajství; 08.04.2004 10:20

Komentář [PH20]: HN.IHNE D.CZ 9. 4. 2004 00:00

Komentář [PH21]: 12.11.2003; Medzi desiatkou záujemcov o Slovenské elektrárne figurujú aj dve slovenské firmy a 14.11.2003; Privatizácia Slovenských elektrární bude pravdepodobne bez slovenských firiem

Komentář [PH22]: spravys.H Nonline.sk 15. 12. 2003 12:47 (citace TSR)

Komentář [PH23]: spravys.H Nonline.sk 5. 1. 2004 09:48

Komentář [PH24]: spravys.H Nonline.sk 8. 3. 2004 14:52 spravys.HNonline.sk 24. 3. 2004 16:14

V tabulce níže jsou zviditelněny základní rysy zdrojů výroby elektřiny (přesněji jejich kapacity) ve společnostech SE a ČEZ. Na první pohled je patrné odlišné zastoupení zdrojů v obou společnostech, což souvisí s dostupností energetických zdrojů v jednotlivých regionech. Zatímco ČEZ se opírá především o tepelné elektrárny, SE disponuje zdroji téměř rovnoměrně rozdělenými mezi zdroje jaderné, tepelné a vodní, přičemž tato struktura je v posledních letech téměř neměnná. Naopak u ČEZu doznala změny díky uvádění bloků JE Temelín do provozu; podíl výkonu jaderných zdrojů tak u ČEZu výrazně narůstá.

Celková suma instalovaného výkonu je téměř 2x větší ve prospěch ČEZu.

Detailnější popis výrobní základny společnosti SE je v další tabulce.

Struktura instalovaného výkonu (MW):

	2003				2002				2001			
	Slovenské elektrárny		ČEZ		Slovenské elektrárny		ČEZ		Slovenské elektrárny		ČEZ	
	(MW)	(%)	(MW)	(%)	(MW)	(%)	(MW)	(%)	(MW)	(%)	(MW)	(%)
Jaderné elektrárny	2 640,00	38,36	3 760,00	30,94	2 640,00	38,36	2 760,00	24,76	2 640,00	37,72	1 760,00	17,35
Tepelné elektrárny	1 842,40	26,77	6 524,00	53,68	1 842,40	26,77	6 517,00	58,47	1 963,40	28,05	6 517,00	64,23
Vodní elektrárny	2 399,24	34,86	1 869,00	15,38	2 399,24	34,86	1 869,00	16,77	2 395,34	34,23	1 869,00	18,42
Inst. výkon celkem	6 881,64		12 153,00		6 881,64		11 146,00		6 998,74		10 146,00	

Přehled elektráren Slovenských elektrární a.s.:

Elektrárna	Druh paliva	Instalovaný výkon (MW)	Rok uvedení do provozu
Jaderné elektrárny			
Atómové elektrárny Bohunice		4 x 440,00	1978, 1980, 1984, 1985
Atómové elektrárny Mochovce		2 x 440,00	1998, 2000
Celkem		2 640,00	
Tepelné elektrárny			
Elektrárny Vojany 1	černé uhlí	660	1965 - 1967
Elektrárny Vojany 2	zemní plyn, mazut	660	1973 - 1974
Elektrárny Nováky A	hnědé uhlí	82,4	1953 - 1957, 1996
Elektrárny Nováky B	hnědé uhlí	440	1964 a 1976
Celkem		1 842,40	
Vodní elektrárny			
Gabčíkovo		8 x 90,00	1992 - 1995
Malé Gabčíkovo		2 x 0,52	1994
Čierny Váh		6 x 122,40 + 1 x 0,76	1982
Liptovská Mara		2 x 50,00 + 2 x 49,00	1975
Orava		2 x 10,87	1953
Považská Bystrica		3 x 18,40	1963
Ostatní velké vodní elektrárny		663,38	
Ostatní malé vodní elektrárny		4,72	
Celkem		2 399,24	
CELKEM		6 881,64	

Využití zdrojů a skutečná výroba elektřiny v posledních třech letech (tab. níže) dokumentují význam jaderných zdrojů pro výrobu SE; přes 2/3 vyrobené elektřiny pochází z jaderných zdrojů.

Struktura výroby el. energie dle typu zdroje (GWh):

	2003				2002				2001			
	Slovenské elektrárny		ČEZ		Slovenské elektrárny		ČEZ		Slovenské elektrárny		ČEZ	
	(GWh)	(%)	(GWh)	(%)	(GWh)	(%)	(GWh)	(%)	(GWh)	(%)	(GWh)	(%)
Jaderné elektrárny	17 864	68,58	25 872	42,46	16 704	65,15	18 738	34,62	17 103	62,84	14 749	28,28
Tepelné elektrárny	4 731	18,16	34 044	55,87	3 984	15,54	33 543	61,98	5 367	19,72	35 958	68,94
Vodní elektrárny	3 453	13,26	1 018	1,67	4 951	19,31	1 837	3,39	4 745	17,44	1 455	2,79
Výroba celkem	26 048	100,00	60 934	100,00	25 639	100,00	54 118	100,00	27 215	100,00	52 162	100,00

Jaderná větev

Jadernou část společnosti tvoří dva komplexy jaderných elektráren: Jaslovské Bohunice a Mochovce a „servisní“ závod: Vyraďovanie jadroveenergetických zariadení, zaobchádzanie s rádioaktívnymi odpadmi a vyhoreným palivom (SE-VYZ).

Jaderné využití lokality v **Jaslovských Bohunicích** (organizačně jde o jeden závod v rámci Slovenských elektrární, zkráceně též SE-EBO) je starší a jeho historie sahá do poloviny 50—tých let, kdy se započalo s budováním výzkumně-vývojového reaktoru A1 (150 MW výkonu). Během dalších desetiletí vznikly vedle něho dvě energetické jaderné elektrárny V-1 a V-2, každá po dvou blocích s instalovaným výkonem 440 MW na jednom bloku. Okamžikem přifázování posledního dostavěného bloku k rozvodné síti v roce 1985 byla výstavba celého komplexu dokončena. Přímo v areálu je rovněž mezisklad vyhořelého paliva.

Aktuálními problémy v řešení jsou v Bohunicích zejména:

- vyřazování A1 z provozu.** JE A1 kromě zkušebních cílů dodávala v sedmdesátých letech energii do sítě a v roce 1979 přešla do vyřazování z provozu. Dlouhou dobu probíhal nutný vývoj postupů a od roku 1995 probíhá I. etapa vyřazování. Problémem A1 je, že náklady na vyřazování jsou čerpány ze Štátneho fondu likvidácie jadroveenergetických zariadení (ŠFLJZ), i když A1 do tohoto fondu nepřispívala; čerpají se tak peníze na budoucí likvidaci stávajících jaderných elektráren. Budoucí náklady na likvidaci A1 představují údajně **10 mld Sk** (8 mld Kč). Tento problém je jen jednou z otázek v rámci budoucího fungování zmíněného ŠFLJZ, možností je také vyčlenění A1 z privatizovaných SE s kladným přínosem pro ocenění společnosti, jak v rámci různých alternativ uvádí poradce **PWC**.
- závazek o odstavení JE V-1.** Slovenská republika se již dříve zavázala EU zahájit odstavení JE V-1 Bohunice již v roce 2006. Otázkou není jen dostatečné množství finančních prostředků na tento proces, ale i absence přispěvku, kterým prodej elektřiny vyrobené v JE V-1 přispívá k plnění ŠFLJZ.

Výstavba jaderného komplexu v **Mochovcích** začala na přelomu sedmdesátých a osmdesátých let, v létech 1998 a 2000 byly postupně uvedeny do chodu 1. a 2. blok elektrárny, 3 a 4. blok jsou rozestavěné. Výkon každého z bloků je (bude) 440 MW, organizačně jsou dvojice bloků rozděleny do dvou závodů: funkční 1. a 2. blok tvoří závod Atomové elektrárny Mochovce (SE-EMO), rozestavěný 3. a 4. blok jsou závodem Atomové elektrárny Mochovce 34 (SE-MO34).

Aktuálními problémy v řešení jsou v Mochovcích zejména:

- jaderná bezpečnost 1. a 2. bloku.** I když projekt proti zařízením podobného typu obsahoval mnohá zlepšení, například seismicky odolné uchycení technologických zařízení, v konečné fázi výstavby se ukázal původní systém kontroly a řízení technologických procesů jako již nevyhovující z pohledu dosaženého stupně poznání a musel být nahrazen systémem novým. Tato problematika je tedy již dosti vyřešená, investice do zdokonalování bezpečnostních systémů lze však ještě předpokládat
- dostavba 3. a 4. bloku elektrárny.** Výstavba 3. a 4. bloku jaderného komplexu v Mochovcích byla z finančních důvodů v roce 1993 utlumená. Dostavba představuje z pohledu potřeby pokrytí potřeb spotřeby elektřiny ve Slovenské republice stále ekonomicky nejvýhodnější řešení. **Rozestavenost** v rámci stavební části je 55% a v technologické části 30%. Otázkou jsou finance, projektové řešení následuje řešení použité u 1. a 2. bloku, které bylo Mezinárodní agenturou pro jadernou energii vysoce hodnoceno.

Pro úplnost je nutno zmínit závod SE-VYZ, na jehož bedrech leží technická realizace likvidace JE A1 a řešení otázek manipulace a likvidace vyhořelého paliva. Na základě mezinárodních smluv, bylo již vyhořelé palivo z JE A1 převezeno ke zpracování do Ruské federace. Vyhořelé palivo z JE V-1 a V-2 v Jaslovských Bohunicích je zatím skladováno v meziskladu vyhořelého paliva přímo v areálu Jaslovských Bohunic. V závodě se zpracovává i radioaktivní odpad vzniklý v nejrůznějších institucích celého Slovenska.

Základní otázka privatizace

Základní otázkou privatizace je otázka fungování celého trhu, tj. **jaké budou v budoucnosti podmínky na slovenském energetickém trhu**. Do hry vstupují zejména následující faktory:

- problém s financováním vyřazování jaderných zařízení a bezpečné zacházení s jaderným odpadem,
- vázané náklady,
- nebezpečí nedostatku el. energie v budoucnosti

Jak vypadá bilance vázaných nákladů. Dle nedávných **informací z ministerstva hospodářství je objem prostředků nutných na vyřazování jaderných elektráren a k likvidaci jaderného odpadu je 145 mld Sk** (116 mld Kč), přičemž cca **70 mld Sk** (56 mld Kč) bude třeba na výstavbu **hlubinného úložiště vyhořelého jaderného paliva**. Časový horizont je sice **130 let**, ale potřeba prostředků nebude rovnoměrně rozložená, navíc je otázkou jak tyto prostředky vůbec vytvořit. Zatím totiž platí, že:

- začátek odstávky JE V-1 Jasl. Bohunice v roce 2006,
- ukončení činnosti JE V-2 Jasl. Bohunice v roce 2024
- ukončení provozu bloků 1 a 2 v Mochovcích v letech 2038 a 2040,
- potřeba postavit hlubinné úložiště do roku **2037**

Štátny fond likvidácie jadroveenergetických zariadení, z jehož prostředků se tyto potřeby zatím financují, nedisponuje dostatečnými finančními zdroji a ani jimi disponovat nebude, protože nejsou zabezpečeny dostatečné finanční toky do tohoto fondu. S fondem jsou spojeny následující problémy:

Komentář [PH25]: www.seas.sk

Komentář [PH26]: Návrh VZ SE 2003;

Komentář [PH27]: HN.HNONLINE.SK 12. 5. 2004

Komentář [PH28]: HN.HNONLINE.SK 12. 5. 2004

Komentář [PH29]: www.profini.sk, TASR, 07.05.2004; www.economy.gov-sk : Rámcová dohoda SR a EBRD k Mezinár.fondu na podporu odstavení Bohunic

Komentář [PH30]: <http://www.economy.gov.sk/pk/5169/ma.htm> Energetická politika Slovenskej republiky

Komentář [PH31]: TASR, 07.05.2004

Komentář [PH32]: HN.HNONLINE.SK 12. 5. 2004

- nedostačující plnění; do fondu z elektráren ročně přiteče cca 2,6 mld Sk (2,1 mld Kč) především v podobě odvodů z tržeb za vyrobenou jadernou elektřinu v SE, které se de facto vrací elektrárnám ve složce ceny elektřiny „náklady systému“
- doposud se odvod odvozuje od veškeré prodané elektřiny; snahy EU směřují k zatížení prodeje pouze elektřiny vyrobené z jádra, což na jedné straně povede k větší konkurenci schopnosti alternativních energetických zdrojů ale též k vyššímu růstu cen elektřiny
- v důsledku nerovnováhy vstupních a výstupních toků vyčerpání fondu do roku 2035 až 2039; v roce 2100 s deficitem 88 mld Sk (70,5 mld Kč),
- právní postavení fondu; jakožto součást veřejných financí může být fond ze strany EU považován za neoprávněnou státní pomoc. Navíc dle zákona nemá provozovatel na dotace z fondu právní nárok
- z fondu se čerpají prostředky i na vyřazení A1 Jasl. Bohunice, která do fondu vůbec nepřispěla

V zájmu plnění fondu penězi lze uvažovat o krocích, které by vedly k prodloužení provozu JE V-1 Jasl. Bohunice, případně dostavbě 3. a 4. bloku jaderného komplexu v Mochovicích. Pokud by se toto nedařilo, musel by pravděpodobně stát hledat cestu, jak část nákladů spojených s likvidací jaderných zařízení, které jsou již v procesu vyřazování nebo, které jsou součástí již přijatých závazků, krýt z veřejných zdrojů, prostředků privatizace apod. Současně není ani vyloučen požadavek, aby provozovatel SE přispíval do tohoto fondu i po ukončení činnosti jaderných elektráren a zajistil tak jeho plnění prostředky.

K financování se využívá i prostředků z účelových fondů EU. Slovensko na základě rámcové dohody s EBRD čerpá prostředky z speciálního fondu určeného ke spoluúčasti na financování útlumu a uzavření JE V-1 v Jasl. Bohunicích. Polovina z příslibných 180 mil. EUR (téměř 7 mld Sk, tj. cca 5,6 mld. Kč) již byla vyčerpána a pro rok 2004 je stanoven objem 25 mil EUR (téměř 1 mld Sk, tj. 800 mil. Kč). Z textu dokumentu nevyplývá jednoznačně, jaké důsledky může mít revize termínu odstávka a ukončení provozu JE V-1 a zda-li z toho nevyplývá nějaké dodatečné finanční závazky.

Komentář [PH33]: www.cez.cz
z Zajímavosti 21.4.2004

Pro přehodnocení pohledu na termíny ukončení jaderných elektráren hovoří i **neuspokojivá bilance budoucích potřeb elektřiny na Slovensku a jejich krytí** za předpokladu jejich uzavření. Na nedávném setkání představitelů SE, SEPS a ministra hospodářství Pavla Ruska zazněly obavy z hrozícího deficitu energetické bilance SR zejména po odstavení V-1 v Jaslovských Bohunicích, případně některých uhelných zdrojů v Novákách a Vojanech z důvodů emisí. Znamenalo by to nutnost krýt až 25% roční potřeby el. energie dovozem a tím i vznik platebního deficitu. V takovém případě z toho plyne nutnost budování nových kapacit na **výrobu el. energie.**

Komentář [PH34]: HN.HNO
NLINE.SK 10. 5. 2004

V každém případě to opět hovoří **pro dostavbu 3. a 4. bloku v JE Mochovce.** Náklady na dostavbu tvoří podstatnou část tzv. vázaných nákladů, jejichž výše byla na podzim roku 2003 odhadována ve **výši 40 – 50 mld. Sk** (32 - 40 mld Kč). Vázané náklady představují umrtvené investice v nejrůznějších projektech, případně zvýšené náklady z nevhodně podepsaných smluv. O jejich vypořádání by se rovněž mělo rozhodnout v průběhu privatizace. Zdá se, že jak zástupci společnosti tak ministerstvo hospodářství se **shodnou**, že by se náklady měly promítnout do ceny elektřiny, ale připouštějí i dlouhý časový horizont splácení, např. 25 let.

Komentář [PH35]: TASR, 19
.11.2003

Jak je patrné, odpověď na základní otázku jaké náklady spojené s problematikou jaderné části Slovenských elektráren ponese stát a jaké náklady musí nést provozovatel může mít mnoho variant a tato neurčitost představuje značné riziko pro kupce majetkového podílu. Projevuje se to i **prodloužením termínu pro podání závazných nabídek** ze strany uchazečů o koupi, a to zatím o jeden měsíc, tj. **na červenec tohoto roku.**

Komentář [PH36]: TASR,
07.05.2004

Hospodaření

Neauditované nekonsolidované předběžné **výsledky hospodaření v roce 2003** (v tis. Sk) jsou v tabulkách níže. Porovnání let 2003 a 2002 není zcela přesné, vzhledem k tomu, že rok 2002 představuje o tři týdny kratší účetní rok (od 21.1.2002 do 31.12.2002) vzhledem ke vzniku společnosti 21.1.2002.

Komentář [PH37]: Návrh VZ
SE 2003

Společnost dosáhla v roce 2003 výraznějšiho kladného hospodářského výsledku, a to přes mírné snížení výroby; na trhu se začal projevovat vliv liberalizace trhu, kterého již využili distribuční společnosti k nákupu elektřiny u jiných dodavatelů. V hospodaření sehrály svou roli i kurzové zisky, které dosáhly výše 3 mld Sk.

(v tis SK)	2003	2002	Index 03/02 (%)
Provozní výsledek hospodaření (EBIT)	3 431 784	-562 583	
Provozní výnosy	49 455 233	45 356 162	109,0
Provozní náklady	46 023 449	45 918 745	100,2
Finanční výsledek hospodaření	-2 103 829	-2 985 453	70,5
Finanční výnosy	6 132 260	7 062 343	86,8
Finanční náklady	8 236 089	10 047 796	82,0
Mimořádný výsledek hospodaření	158 131	4 570 865	3,5
Mimořádné výnosy	-152	10 686	-1,4
Mimořádné náklady	-158 283	-4 560 179	3,5
Zisk před zdaněním (EBT)	1 486 086	1 022 829	145,3
Daň z příjmů	175 961	787 918	22,3
Daň z příjmů splatná	175 961	787 918	22,3
Daň z příjmů odložená	0	0	
Zisk po zdanění	1 310 125	234 911	> 500,0

Společnost má vysokou míru zadlužení. Bankovní úvěry spolu s dlouhodobými závazky dosahují výše cca 55 mld Sk. V tom jsou zahrnuty úvěry se státní garancí v objemu cca 30 mld Sk, což je cca 800 mil EUR. Společnost usiluje o zachování platnosti státních záruk a pro EU vyhotovila odůvodnění. Výsledkem tj. potvrzení, či odmítnutí ze strany Unie zatím není znám. Současně společnost plánuje provedení restrukturalizace těchto úvěrů s předpokladem snížení úrokové sazby z 8,3% na cca 4,5%.

Komentář [PH38]: spravy.H
Nonline.sk 22. 3. 2004

(v tis SK)	31.12.2003	31.12.2002	Index
Stálá aktiva	99 362 890	104 072 645	0,95
Dlouhodobý nehmotný majetek	495 684	459 042	1,08
Dlouhodobý hmotný majetek	98 296 534	103 088 664	0,95
Dlouhodobý finanční majetek	570 672	524 939	1,09
Oběžný majetek	22 398 521	21 213 346	1,06
Zásoby	7 355 402	8 583 444	0,86
Dlouhodobé pohledávky	6 964 825	5 816 811	1,2
Krátkodobé pohledávky	3 849 873	5 134 320	0,75
Finanční účty	4 228 421	1 678 771	2,52
Časové rozlišení	4 555 345	5 273 190	0,86
Náklady budoucích období	4 536 946	5 273 176	0,86
Příjmy budoucích období	18 399	14	1314,21
AKTIVA celkem	126 316 756	130 559 181	0,97
Vlastní jmění	53 759 822	50 830 828	1,06
Základní jmění	38 238 803	38 238 803	1
Kapitálové fondy	11 135 955	11 133 386	1
Fondy ze zisku	1 359 976	1 223 730	1,11
Výsledek hospodaření let minulých	1 714 963	0	0
Výsledek hospodaření za běžné období	1 310 125	234 909	5,58
Závazky	70 567 164	78 213 542	0,9
Rezervy	5 069 377	4 014 299	1,26
Dlouhodobé závazky	9 948 713	9 441 520	1,05
Krátkodobé závazky	9 532 712	11 367 531	0,84
Bankovní úvěry a výpomoci	46 016 362	53 390 192	0,86
Časové rozlišení	1 989 770	1 514 811	1,31
Výdaje budoucích období	39 133	77 068	0,51
Výnosy budoucích období	1 950 637	1 437 743	1,36
PASIVA celkem	126 316 756	130 559 181	0,97

S jakými kartami může ČEZ hrát

Podle představitelů společnosti ČEZ se společnost v akvizičních aktivitách orientuje především na energetické distribuční společnosti, slovensko je výjimkou. Pro ČEZ může vstup do Slovenských elektrární přinést synergické efekty v oblasti úspor nákladů nebo alespoň v posunu dříve plánovaných termínů. Společnost stojí před podobnými otázkami, které byly zmíněny u SE, např. stavba skladu vyhořelého paliva, obnova energetických zdrojů apod.

ČEZ ústy předsedy představenstva M. Romana **deklaroval** snahu o zastavení předčasného odstavení JE V-1 v Jasli Bohunicích a zvažení dostavby 3. a 4. bloku JE Mochovce, čímž může zvýšit své postavení v soutěži. Prostor pro jednání nabízí zatím stranou stojící možnost výměny akcií mezi Fondy národního majetku; česká strana by mohla nabídnout až 16% základního jmění %CEZ.

Komentář [PH39]: www.profini.sk 06.05.2004, TZ

Co lze říci o ceně

Odhad prodejní ceny se zatím v lisu bohyboval kole 300 mil EUR, což je cca 12,3 mld Sk (cca 10 mld Kč), což by představovalo cenu cca 320 Sk/akcii při nominálu 1000 Sk (cca 255 Kč/akcii). Ve skutečnosti lze zatím o kupní ceně říci velmi málo, protože se může obrazně řečeno pohybovat od 1 Sk do výše zmíněné hranice v závislosti na vyšší finanční pomoci státu před privatizací.

Komentář [PH40]: <http://www.narodnaobroda.sk/clanok/1323/CEZ-potvrdil-zaujem-o-Slovenske-elektrane/>
02. decembra 2003

Velká neznámá

Jak je zjevné, vývoj privatizace SE a poměrně značná otevřenost kritérií tendru co do účasti uchazečů a jednotlivých kroků v postupu klade velké nároky na informovanost a flexibilitu zájemců a představuje pro ně i nezanedbatelné riziko, protože stejná nejistota může panovat i v oblasti vyhodnocení tendru.

Pro kupní cenu bude určující zejména to, jak bude vyřešen problém financování odstávky a uzavření jaderných zařízení a likvidace vyhořelého jaderného paliva v současnosti i budoucnu a míra, jakou se na této problematice bude účastnit stát. ČEZ bude proto muset velmi pečlivě zvažovat budoucí výnosy na straně jedné a náklady a rizika na straně druhé, které mu případným vstupem do SE vzniknou. To jsou i údaje, které jsou podstatné pro investory.

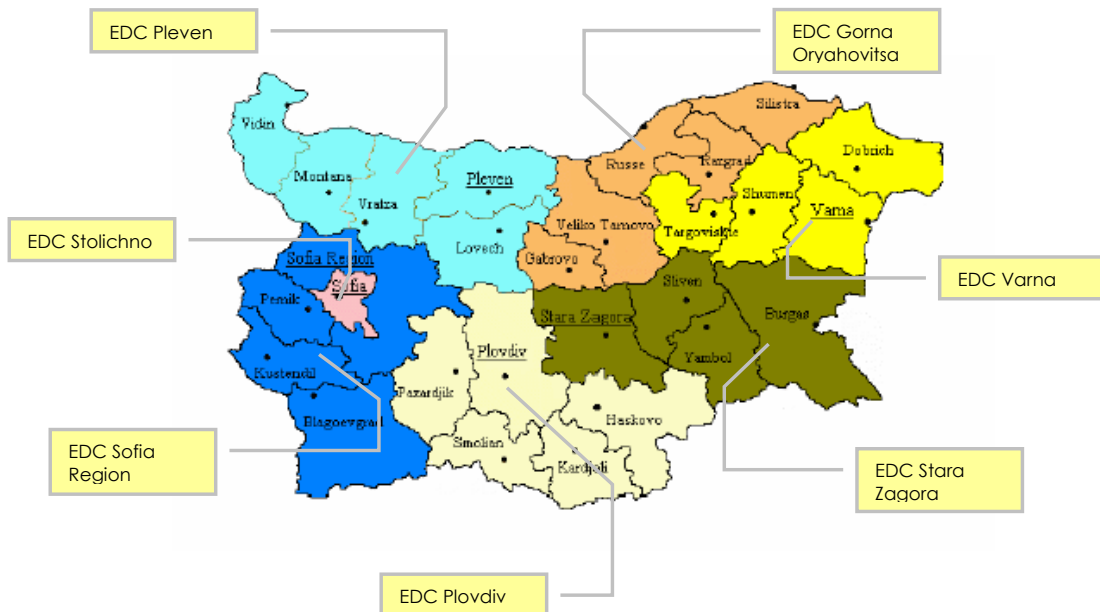
5. Bulharská privatizace (K 1.4.2004)

Zatímco na sousední Slovensko je to z Čech blízko a privatizace Slovenských elektrární je relativně často zmiňována a hodnocena, do Bulharska je to podstatně dále. Sem míří jeden z možných akvizičních cílů společnosti ČEZ, která zatím jako jediná česká společnost má předpoklady vybudovat větší nadnárodní celek. Proto je užitečné vědět, co je v Bulharsku ve hře.

O čem je řeč

Bulharská energetika není příliš ani liberalizována ani privatizována. Energetika v Bulharsku se zatím sestává ze tří segmentů: výrobního, přenosového a distribučního. Hlavní výrobní segment je tvořen (kromě malých zdrojů, či podnikových energetických center) 1 jadernou, 7 tepelnými a 14 vodními elektrárnami. Jaderná elektrárna (Kozloduj) a tepelné elektrárny jsou samostatnými výrobními jednotkami - společnostmi, povětšinou vlastněnými státem a obcemi. Vodní elektrárny jsou součástí společnosti NEK (Nacionalnaja električeskaja kompanija), určitě obdobě našeho ČEZu v dřívější podobě, neboť její součástí je vysokonapěťová přenosová síť a společnost doposud vystupovala jako jediný subjekt vykupující elektrickou energii od výrobců; tato společnost představuje přenosovou část v organizačním schématu bulharské energetiky. Třetím segmentem jsou pak distribuční společnosti (EDC). Jejich celkový počet je osm, přičemž 7 z nich, vlastněných ze 100% státem, je nabízeno v privatizaci; osmá distribuční společnost Zlatni piasaci je v soukromých rukou. Pokrytí území Bulharska sedmi zmíněnými EDC je znázorněno na obrázku níže.

Územní fungování bulharských el. distribučních společností nabízených v privatizaci



Komentář [p41]: www.nek.bg stávající organizační schéma bul. energetiky

Vláda Bulharské republiky formulovala Pravidla privatizace bulharských distribučních firem v květnu 2003 a 24.10.2003 byly zveřejněny podmínky veřejné soutěže o privatizaci EDC:

Základní principy průběhu privatizace jsou následující:

- seskupení EDC do 3 celků
- nabízený akciový podíl: 67% zákl. jmění
- způsob prodeje: veřejná soutěž
- platba: v hotovosti
- cílový investor: z energetického sektoru 2003 a
- časový průběh: současný prodej všech 3 celků

Seskupení energetik do celků je provedeno jednak s ohledem na územní působnost a jednak s ohledem na ekonomickou sílu tak, aby celky byly pokud možno vyrovnané. Územní členění je provedeno následovně:

Západní Bulharsko – EDC Stolično, EDC Sofia Oblast, EDC Plevna
Severovýchodní Bulharsko – EDC Gorna Oryahovița, EDC Varna
Jihovýchodní Bulharsko – EDC Plovdiv, EDC Stara Zagora

Komentář [HP42]: Council of Ministers of the Republic of Bulgaria, Privatization Strategy of the Electricity Distribution Companies in the Republic of Bulgaria, May 2003

Komentář [p43]: Council of Ministers of the Republic of Bulgaria, Privatization Strategy of the Electricity Distribution Companies in the Republic of Bulgaria, May 2003



Základní objemové charakteristiky energetik a privatizovaných celků:

Společnost	Skupina	Plocha pokrytí km2	Počet zákazníků	Počet obyvatel mil	Prodeje el. domácnostem MWh	Prodeje el.		Prodeje celkem MWh	Energetické ztráty a vlastní spotřeba		Podíl ztrát na nákupu %
						průmysl, Odběratelům MWh	el. ostatní MWh		MWh	MWh	
EDC Plovdiv	JV	20 000	856 244	1,601	1 795 210	1 776 961		3 572 171	1 038 002		22,5
EDC Štara Zagora	JV	21 000	630 193	1,163	1 388 921	1 338 364	551	2 727 836	678 249		19,9
EDC Gorna Oryahovitz	SV	15 623	539 252	0,986	1 151 100	1 148 854		2 299 954	645 477		21,9
EDC Varna	SV	14 360	591 747	1,019	1 168 682	1 294 455	7 506	2 470 643	702 568		22,1
EDC Pleven	Z	19 613	600 125	1,024	1 036 351	1 136 528	1 517	2 174 396	601 540		21,7
EDC Sofia Oblast	Z	19 093	593 327	0,919	918 873	976 301	5 242	1 900 416	875 653		31,5
EDC Stalichno	Z	1 311	661 839	1,179	1 740 145	1 654 835	42 667	3 437 647	838 921		19,7
Jihovýchod celkem		41 000	1 486 437	2,764	3 184 131	3 115 325	551	6 300 007	1 716 251		
Severovýchod celkem		29 983	1 130 999	2,005	2 319 782	2 443 309	7 506	4 770 597	1 348 045		
Západ celkem		40 017	1 255 166	2,098	2 659 018	2 631 136	47 909	5 338 063	1 714 574		
CELKEM		111 000	3 872 602	6,867	8 162 931	8 189 770	55 966	16 408 667	4 778 870		

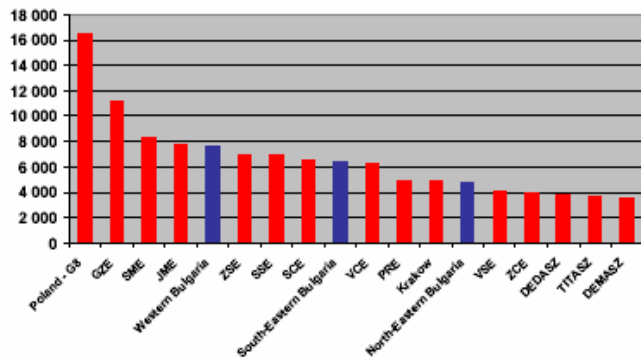
Základní ekonomické charakteristiky energetik a privatizovaných celků:

Společnost	Skup.	Výnosy celkem	Provozní náklady	EBITDA	EBITDA marže	D&A	EBIT	EBIT Marže	Čistý zisk	Vlastní jmění	Čisté zadlužení	Stálá aktiva
		tis. EUR	tis. EUR	tis. EUR	%	tis. EUR	tis. EUR	%	tis. EUR	tis. EUR	tis. EUR	tis. EUR
EDC Plovdiv	JV	148 800	134 456	14 344	9,6	3 394	10 950	7,4	8 025	30 014	1 227	27 980
EDC Štara Zagora	JV	112 057	100 062	11 995	10,7	2 591	9 404	8,4	6 788	28 529	-1 267	26 363
EDC Gorna Oryahovitz	SV	94 149	83 003	11 146	11,8	2 453	8 693	9,2	6 466	23 162	1 009	22 043
EDC Varna	SV	97 979	89 882	8 098	8,3	1 863	6 235	6,4	4 239	24 219	2 377	20 433
EDC Pleven	Z	88 353	81 373	6 980	7,9	1 933	5 047	5,7	3 682	22 083	2 789	20 808
EDC Sofia Oblast	Z	80 694	75 105	5 588	6,9	1 979	3 610	4,5	2 833	22 931	42	26 624
EDC Stalichno	Z	138 767	121 549	17 218	12,4	2 974	14 244	10,3	10 677	39 906	2 712	39 955
Jihovýchod celkem		260 858	234 518	26 339	10,1	5 985	20 355	7,8	14 814	58 543	-40	54 343
Severovýchod celkem		192 128	172 884	19 244	10,0	4 316	14 928	7,8	10 705	47 381	3 386	42 476
Západ celkem		219 461	196 655	22 806	10,4	4 953	17 853	8,1	13 510	62 837	2 754	66 579
CELKEM		672 446	604 057	68 389	10,2	15 253	53 136	7,9	39 029	168 761	6 100	163 398

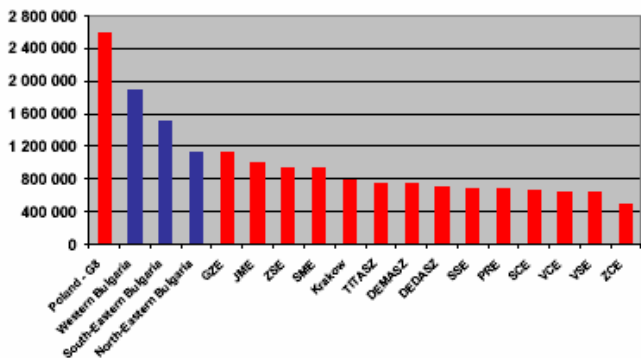
Nejdůležitější z uvedeného přehledu jsou patrně dvě skutečnosti. Za prvé: při rozdělení EDC do tří skupin se v zásadě podařilo vytvořit velmi podobné celky z hlediska jejich kvantitativních parametrů (plochy, prodeje apod.). Kvalitativně (především pohledem na jejich prodejní strukturu a zisk) se liší a z tohoto hlediska bychom dali patrně přednost Západu, případně Jihovýchodu před severovýchodem. Za druhé: jeden uvažovaný privatizovaný blok představuje distribuci cca 5,5 TWh ročně, což je a málo méně než cca 1/10 vyrobeného/prodaného množství elektřiny společnosti ČEZ. Širší porovnání v rámci střeoevropského a východoevropského regionu nabízejí následující grafy.

Komentář [p44]: Council of Ministers of the Republic of Bulgaria, Privatization Strategy of the Electricity Distribution Companies in the Republic of Bulgaria, May 2003

Objemy prodané energie (GWh):



Objemy prodané energie (GWh):



Co je na Bulharsku pro ČEZ

Dostatečně výstižně to řekl v rozhovoru pro bulharská média Bohdan Malanuk, šéf týmu ČEZ pro privatizaci bulharských el. distribučních společností; HDP Bulharska rostoucí rychleji než v regionu a s tím spojený nárůst poptávky po elektřině, možnost ucházet se o bulharské výrobní zdroje elektřiny, možnost exportu el. Do dalších zemí regionu (Turecko, Řecko).

Komentář [PH45]: <http://www.capital.bg/weekly/> týdeník 1.-7.5.2004

Co víme o ceně

Dle serveru Bulgaria online, který citoval Financial Times, bulharská vláda doufá, že minimální příjem z transakce bude 300 mil. EUR. Třetinový balík by představoval cenu cca 100 mil EUR, což cca 3,1 mld Kč. Aktuálně se hovoří o celkovém objemu 540 mil EUR (viz kapitola „Aktuality“)

Komentář [p46]: www.onlin.e.bg

Následující kapitoly byly v uvedené podobě zveřejněny ve verzi ze dne 1.3.2004. Ve vybraných podstatných případech bylo po úvaze přistoupeno k doplnění, či aktualizaci. Na provedené změny je upozorněno v názvu kapitoly označením „aktualizováno“ a v obsahu analýzy zvýrazněním názvu kapitoly tučným písmem. Dle potřeby jsou kapitoly doplněny odkazy na jiné pasáže v analýze; tyto odkazy nejsou chápány jako aktualizace ve výše uvedeném smyslu.

6. Technické údaje

Akcie:

ISIN	CZ000511230
BIC	BAACEZ
Emitent cenného papíru	ČEZ, a.s.
IČO	45274649
Ulice	Duhová 2/1444
PSČ	140 53
Obec	Praha 4
WWW	www.cez.cz
Předmět činnosti	Výroba, přenos, tranzit a prodej elektřiny
Název oboru činnosti	energetika
Základní jmění [Kč]	59 221 084 300
Druh CP	akcie
Forma CP	na doručitele
Podoba CP	zaknihovaný CP
Měna obchodování	CZK
Počet CP v emisi	592 210 843
Jmenovitá hodnota CP [CZK]	100
Podíl emise na ZJ [%]	100,00

Struktura akcionářů k 31.12.2003 v % ZJ:

Právnícké osoby celkem	89,55
FNM	67,61
právnícké osoby domácí	6,52
právnícké osoby zahraniční	15,42
Správci investic (Custodians)	5,48
Fyzické osoby celkem	4,96
Fyzické osoby domácí	4,78
Fyzické osoby zahraniční	0,18

Pozn.: jediným akcionářem s podílem nad 10% ZJ je FNM.

Další emitované cenné papíry:

ČEZ 0,00/09	CZ0003501066	dluhopis
ČEZ VAR/14	CZ0003501058	dluhopis
ČEZ 8,75/04	CZ0003501090	dluhopis
ČEZ 3,35/08	CZ0003501348	dluhopis

Charakteristika činnosti:

ČEZ je největší výrobce elektřiny v České republice; kromě elektřiny vyrábí rovněž teplo. Předmětem činnosti je výroba, prodej, přenos elektřiny, obchod s elektřinou a výroba, rozvod a prodej tepla. Většinu produkce elektřiny prodává osmi regionálním distribučním společnostem. Technicky zajišťuje dovoz a vývoz elektřiny.

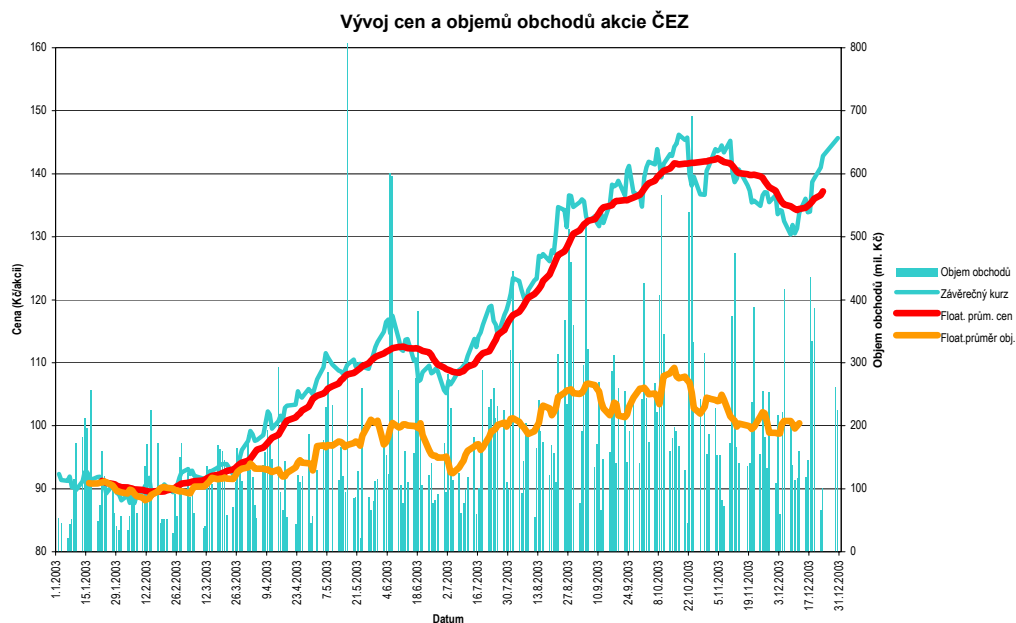
ČEZ v současné době provozuje 2 jaderné, 16 tepelných a 16 vodních elektráren, 2 teplárny, 2 větrné a 1 fotovoltaickou elektrárnu. Má významné majetkové účasti v šesti z osmi distribučních elektroenergetických společnostech.

Celou skupinu tvoří téměř 100 firem zaměstnávajících zhruba 18 tisíc lidí.

7. Vývoj ceny v roce 2003

Vývoj ceny akcie do značné míry kopíroval vývoj celého kapitálového trhu. Měřeno relativním rozdílem cen na počátku a konci roku 2003 cenový vývoj akcie ČEZ výrazně překonal vývoj celého trhu jako celku.

	akcie ČEZ (Kč)	PX-50 (body)
2.1.2003	92,37	465,0
30.12.2003	145,7	659,1
rozdíl	53,3	194,1
percentuální rozdíl	57,7 %	41,7 %
min	87,7	459,6
max	146,2	662,1



Roční nárůst ceny souvisel především s celkovým pozitivním vnímáním našeho trhu ze strany investorů posilovaný obavami z vývoje americké ekonomiky po válce v Íráku a souvisejícím oslabováním dolaru vůči koruně, resp. EUR.

Události bezprostředně spojené se společností pak měly povětšinou pozitivní charakter, ať se již jednalo o hospodářské výsledky, kroky v procesu privatizace a posilování celkového postavení společnosti, nebo dividendy. Průběh cen a objemy obchodů jsou znázorněny na obrázku na následující straně. Výběr událostí na „časové ose“ tamtéž umožňuje jistou orientaci ve vývoji.

**Ze společnosti a oboru
Privatizace, strategie
Akcie**

**Svět
ČR**

Rada EU schválila společný přístup k rychlejší liberalizaci trhu el. a plynem

Slavková pohotovost odborů IE

Spor s odbory v otázce zaměstnanosti

Mimorádná VH

Válka v Iráku

Souhrnná zpráva o hospodáření za rok 2002
ČEZ obdržel souhlasné stanovisko UOHS k propojení s distributory

ČEZ přebírá státní podíly v 8 REAS

Standard and Poor's potvrdila rating BBB+

Předčasné splacení dluhopisu ČEZ 11 1/16% (CZ0003500662)
Konsolidované výsledky 2002 dle IFRS 8,4 mld Kč, proti 9,1 mld v 2001

HV ČEZ za 1.Q.

Rozhodnutí o prodeji major. podílu v Severočeské energetice

Mim. VH STE - ČEZ se ujal akcionářských práv

Mim. VH SME

Mim. VH VČE

Mim. VH ZČE

Mim. VH SevČE

VZ 2002

Nová ocenění ČEPS, ZČE a VČE potvrdila původní ocenění ČEZ a E.ON se dohodly na vzá. výměně podílů v REAS (ZČE, VČE za JČE a JME)

VZ 2002 - angl.

ŘVH

exdividend (2002, 4,50 před zdaněním)

Emise dluhopisů ČEZ 3,35/08 (3 mld. Kč)
ČEZ a E.ON podepsaly smlouvu o vzá. výměně podílů v REAS

HV ČEZ za 1.pololetí - 12,3 mld Kč, tj. o 71% více

ČEZ potvrdil energetickou soustavu po většině smíší Rozpad el. síťe na sev. části vých. pobřeží USA a Kanady

HV ČEZ za 1.pololetí dle IFRS

Výměna akcií REAS s E.ON dokončena

ČEZ se uchází o privatizaci Severočeských dolů

Jiří Vágnér (řed JET) novým členem představenstva.

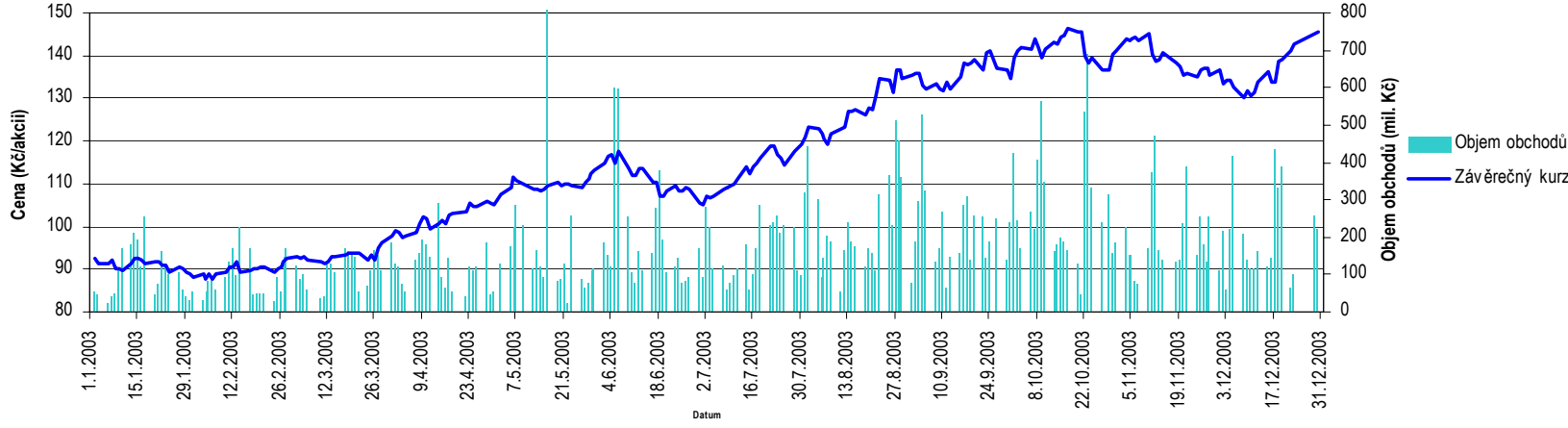
HV ČEZ za 1.-3.Q. 2003: 13,7 mld Kč, tj. o 153% více

Peť Voboří předsedou představenstva

Konsolidované výsledky za 1.-3.Q. 2003 dle IFRS
ČEZ oficiálně vyjádřil zájem o privatizaci Slovenské elektrárny a.s. (49%)
ČEZ splnil kritéria vstupu pro kvalifikaci účastnit se privatizace bulharských REAS

19.12.2003

Vývoj cen a objemů obchodů akcie ČEZ



8. Dividendová politika (aktualizováno)

Od roku 2000 začal ČEZ vyplácet pravidelné dividendy a deklaroval vůli ke stabilní dividendové politice s postupně rostoucí výší dividend.

	Vyplacená dividendy před zdaněním (Kč/akcii) (Kč/akcii)
2000	2
2001	2,5
2002	4,5
2003	8

Představitelé ČEZu před několika měsíci vyjádřili schopnost společnosti vyplácet v budoucích letech dividendu 4,5 až 9,0 Kč/akcii; firma by se chtěla údajně zařadit do první třetiny energetických podniků, které vyplácejí nejvyšší dividendy; dividendový výnos by se měl pohybovat v úrovni 6 až 7% tržní ceny akcí.

Analytíkům se nabízely v zásadě dvě základní větve ve způsobu výplaty dividend: souvislá postupně narůstající řada výše vyplácených dividend nebo řada s jednorázovým zvýšením vyplacené dividendy za rok 2003 případně 2004. Ve vztahu k výši dividendy je totiž možné spekulovat o zájmech největšího akcionáře – státu. Deficit státních financí může být skutečně silným motivem k tlaku na výši dividendy. Z pozice státu i prodej podílu po výplatě vysoké dividendy může být pro stát vyzníti příznivěji, neboť na vyplacené dividendě neztrácí daň, ale naopak z každé dividendy vyplacené jiným akcionářům utrhá ještě daň srážkovou.

Na příkladu prodeje akcie s reálnou hodnotou prodeje 100 Kč dvěma způsoby a) přímo novému kupci a b) až po výplatě dividend za cenu poníženou o tyto vyplacené dividendy je patrný profit 45 hal na akcii při hypotetické dividendě 9 Kč. Profit není závislý na hodnotě akcie, ale na výši dividendy a na velikosti podílu vyplacených dividend, ze kterého stát utrhá srážkovou daň 15%; tento podíl je cca 1/3 (stát má 2/3 akcii), proto efektivní výše daně je třetinová, tj. 5% a touto efektivní daní počítáme dodatečný příjem státu z vyplacených dividend. Navíc výplata dividend a zdanění srážkovou daní jsou rychlejší procesy než proces prodeje až do okamžiku zaplacení.

	Částka (Kč/akcii)
Hodnota prodeje 1 akcie	100,00
scénář a)	
Zisk z prodeje	100,00
scénář b)	
Dividenda (stát nedaní)	9,00
Srážková daň (z dividend jiným akcionářům) 5,0%	0,45
Zisk z prodeje (hodnota - dividendy)	91,00
Zisk z transakce	100,45

Vlastní dividendový scénář pro léta následující lze uvažovat například následující:

Rok výplaty dividendy	Odhad čistého zisku (n-1).rok (mil Kč)	EPS (Kč/akcii)	Odhad dividendy před zdaněním (Kč/akcii)	Změna	Diskontní sazba : 10,00%	
					Výplatní poměr : 60,00%	
					Současná hodnota (Kč/akcii)	
2005	7 000	11,82	7,10	-11,25%	7,10	
2006	7 500	12,66	7,60	7,04%	6,91	
2007	8 000	13,51	8,10	6,58%	6,69	
2008	8 500	14,35	8,60	6,17%	6,46	
2009	9 000	15,20	9,10	5,81%	6,22	
2010	9 500	16,04	9,60	5,49%	5,96	
2005-2009			50,10			
perpetuita			10,00	5,00%	112,89	
					152,24	

Model uvažuje s vyplacením vyšší dividendy za rok 2004 a s návratem k původnímu schématu, ve kterém je zachován plán rostoucích dividend. Hodnota akcie posuzovaná tímto modelem se pak pohybuje v úrovni **150 Kč za akcii**.

9. Hospodářské výsledky (aktualizováno)

Pohledem na produkci společnosti a vývoj jejích výsledků v časové řadě uvedené v tabulkách níže lze usuzovat zejména na:

- rostoucí výrobu elektrické energie a její úspěšné uplatnění na trhu, a to i v podmínkách liberalizace v oblasti výroby el. energie a postupné liberalizaci na trhu el. energií, tj. mírné posilování již tak významného podílu na trhu
- změnu struktury výroby elektřiny ve prospěch výroby v JE
- dlouhodobě ziskové hospodaření společnosti i při klesajících cenách za jednotku vyrobené el. energie; ruku v ruce jde růst produktivity práce a růst přidané hodnoty na zaměstnance.
- celkovou stabilitu hospodaření společnosti

Ve výroční zprávě 2002 společnost formulovala některá očekávání pro rok 2003. Objem vyrobené elektřiny na 56 TWh, tj. meziroční nárůst o 3,3%, předpokládané pokrytí celkové poptávky v ČR 60%, tržby na úrovni 2002 (bez vlivu prodeje ČEPS; pokles cen el. se kompenzuje nárůstem objemu). Všechna tato očekávání překročila, viz též kapitola Aktuality měsíce února.

Výroba elektřiny v roce 2003 v ČEZ překonala hranici 60 TWh. Jedná se o rekordní množství, o nárůst o více jak 12,6% proti roku 2002. Uhelné elektrárny vyrobily 34 044 GWh, tj. o 1,5 procenta více než v roce 2002, a na celkové výrobě ČEZ se podílely 55,9 %. Jaderné elektrárny, díky blokům uváděným do zkušebního provozu v Jaderné elektrárně Temelín, zvýšily svoji produkci o více jak 38 procent na úroveň 25 872 GWh. Podíl jaderných elektráren v rámci ČEZ činil 42,5 %. Vodní elektrárny vlivem suchého počasí vyrobily pouze 1 018 GWh, což je oproti předchozímu roku pokles o téměř 45 procent.

Komentář [HP47]: TI ČEZ
21.1.2004

Výroba el. energie v ČEZ (GWh)

1999	2000	2001	2002	2003
45 722	50 842	52 162	54 118	60 934

Celkové výnosy proti roku 2002 vzrostly o 24 mld Kč, tj. o 42,9%, a to nejen díky jednorázovým finančním výnosům, ale i díky příznivému vývoji provozních výnosů.

Celkové náklady vzrostly o 13,4 mld Kč, tj. o 28%. Rolí zde sehrály opět jednorázové položky – finanční náklady spojené s nákupem podílů v REAS, ale i zvýšení provozních nákladů především v souvislosti s uvedením druhého bloku JETE do provozu.

Zisk před zdaněním tak vybočil z „obvyklé“ řady a vyšplhal na 18,6 mld. Kč, což po zdanění představuje hodnotu 13,9 mld Kč. Odlišení jednorázových a provozních vlivů na tvorbu čistého zisku lze vyčíst v následujícím obrázku. Porovnáním čistého zisku po eliminaci finančních operací s cennými papíry vychází rok 2003 o něco hůře; jde zřejmě o vliv nárůstu provozních nákladů v souvislosti s JETE.

Meziroční vývoj struktury aktiv a pasív vidíme na následujících obrázcích; změnu struktury vidíme zejména u aktiv, a to díky zmíněným vlivům – nákupy cenných papírů (nárůst finančního majetku) a uvedení druhého bloku JETE do provozu (nárůst dlouhodobého majetku v užívání a pokles nedokončeného dlouhodobého majetku); struktura financování je v principu zachována.

Projevy výše zmíněných vlivů vidíme i ve struktuře finančních toků. Zde stojí za pozornost nárůst peněžních toků z provozní činnosti.

Poměr P/E se v roce 2002 pohyboval na hodnotě cca 7, průměrná hodnota P/E v roce 2003 byla 5.

Hodnota vlastního jmění na akcii byla v roce 2002 ve výši **216 Kč/akcii**, v roce 2003 pak **235 Kč** na akcii.
Konsolidovaná hodnota vlastního jmění na akcii byla v roce 2003 ve výši 245 Kč/akcii

ČESKÁ REPUBLIKA	Jednotka	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Instalovaný výkon k 31.12. (příp. 30.6.)	MW	14 285	13 826	13 793	14 937	15 073	15 293	15 216	15 324	15 443	16 311	17 344
Maximální zatížení	MW	9 288	9 632	10 415	10 814	10 814	10 149	9 926	10 128	10 604	11 205	11 163
Maximální zatížení po přepočtu na teplotní normál a 50 Hz	MW	8 912	9 547	10 144	10 438	10 368	9 778	9 877	9 967	10 461	11 193	10 805
Den maximálního zatížení		1. 12.	19. 12.	6. 12.	25. 1.	7. 1.	10. 12.	1. 2.	26. 1.	13. 12.	12. 12.	9. 1.
Výroba elektrické energie	GWh	58 882	58 705	60 847	64 257	64 598	65 112	64 368	73 466	74 647	76 348	83 227
ČEZ, a. s.	Jednotka	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Instalovaný výkon k 31.12. (příp. 30.6.)	MW	10 655	10 235	10 184	10 999	10 999	10 900	10 151	10 146	10 146	11 146	12 153
Výroba elektrické energie	GWh	46 445	45 377	46 361	48 266	48 008	47 892	45 722	50 842	52 162	54 118	60 934
Výroba tepla	TJ	16 697	15 823	15 764	16 447	15 112	14 292	13 174	12 868	13 978	13 064	
Fyzický počet zaměstnanců k 31.12. (příp. 30.6.)	osoby	13 723	12 143	11 664	11 280	11 157	10 314	9 266	8 795	7 552	7 250	6 780
Aktiva celkem (netto)	mil. Kč	97 232	116 928	138 174	158 284	171 810	180 278	196 510	202 224	202 373	198 874	217 920
Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek v užívání	mil. Kč	34 496	40 514	46 466	66 315	81 205	86 232	79 383	75 738	70 740	112 529	142 130
Nedokončený hmotný a nehmotný dlouhodobý majetek, vč. záloh	mil. Kč	49 943	61 663	75 384	72 015	68 427	73 233	79 584	86 743	91 658	45 288	6 620
Dlouhodobý finanční majetek	mil. Kč	522	658	846	858	1 376	5 181	8 490	10 882	12 055	11 897	46 970
Zásoby celkem	mil. Kč	6 308	6 855	8 047	8 825	9 686	9 829	10 296	13 022	15 037	15 004	14 356
Pohledávky z obchodního styku	mil. Kč	2 521	3 867	4 178	5 764	3 159	3 485	3 747	3 428	3 739	3 325	3 995
Pasiva celkem	mil. Kč	97 232	116 928	138 174	158 284	171 810	180 278	196 510	202 224	202 373	198 874	217 920
Vlastní kapitál	mil. Kč	72 933	81 774	90 294	98 137	101 407	108 015	110 049	118 941	123 897	128 195	139 015
– Základní kapitál	mil. Kč	58 873	58 973	59 131	59 156	59 195	59 209	59 209	59 209	59 050	59 041	59 221
Cizí zdroje	mil. Kč	23 699	34 020	46 005	57 281	68 281	69 438	84 344	81 614	76 446	69 542	78 225
– Rezervy zákonné a ostatní R1) P1)	mil. Kč	4 597	6 522	8 668	10 807	13 674	13 196	15 427	15 442	15 926	16 175	18 183
– Dlouhodobé závazky P1) P2) R2)	mil. Kč	2 408	10 821	15 318	18 384	25 074	15 707	31 678	27 173	26 632	23 025	25 017
z toho: obligace R2) P2)	mil. Kč	2 100	10 353	14 344	18 129	25 074	15 707	30 554	26 528	26 450	23 025	19 611
– Bankovní úvěry a výpomoci	mil. Kč	14 390	11 354	17 103	21 380	21 321	27 753	26 802	30 023	24 488	17 022	13 597
z toho: dlouhodobé úvěry R2) P2)	mil. Kč	9 340	8 232	7 287	10 165	14 615	18 853	21 801	24 663	19 132	12 787	9 610

Komentář [p48]: VZ 2003

ČEZ, a. s.	Jednotka	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Výnosy celkem	mil. Kč	50 829	52 162	54 096	60 252	59 995	61 744	59 629	58 754	57 868	59 455	78 060
Provozní výnosy	mil. Kč	50 673	51 689	53 667	59 930	59 308	59 065	58 238	55 750	54 854	53 147	55 810
z toho: tržby za elektrickou energii	mil. Kč	46 801	46 162	47 423	52 021	51 254	52 041	50 996	50 298	49 102	46 854	51 986
tržby za teplo	mil. Kč	1 060	1 129	1 262	1 474	1 543	1 652	1 677	1 604	1 721	1 673	1 583
zúčtování provozních rezerv (R)	mil. Kč	1 638	2 123	2 056	2 791	2 982	2 472	2 254	1 520	1 187	1 765	
Finanční výnosy	mil. Kč	138	442	409	285	658	2 648	1 347	2 880	2 988	5 835	21 822
z toho: zúčtování rezervy na kurzové ztráty (R)	mil. Kč	0	76	47	120	83	2 111	556	1 887	2 020	1 137	
Mimořádné výnosy	mil. Kč	18	32	21	36	29	31	44	124	26	473	428
Náklady celkem bez daně z příjmu	mil. Kč	34 079	35 974	39 313	47 572	53 163	53 087	56 767	50 488	48 491	51 423	59 263
Provozní náklady	mil. Kč	33 173	34 356	36 549	44 011	46 312	47 678	48 646	43 872	43 317	45 212	47 024
z toho: výkonová spotřeba	mil. Kč	19 414	22 291	23 786	28 184	29 544	29 737	30 580	28 538	26 257	26 030	26 940
z toho: palivo	mil. Kč	11 227	11 523	11 993	12 697	13 188	13 184	12 821	12 645	13 053	12 714	13 828
osobní náklady	mil. Kč	2 026	2 029	2 405	2 818	3 237	3 393	3 482	3 573	3 728	3 623	3 713
odpisy dlouhodobého majetku	mil. Kč	3 689	3 918	4 598	5 669	6 953	8 052	8 339	8 221	8 080	10 081	12 286
tvorba (a zúčtování) provozních rezerv	mil. Kč	3 707	4 078	4 130	4 966	3 820	3 550	3 153	1 402	2 555	3 150	
Finanční náklady	mil. Kč	723	1 494	2 713	3 517	6 805	5 356	7 412	6 549	5 068	5 777	11 937
z toho: nákladové úroky (R, P)	mil. Kč	545	1 246	2 304	3 292	3 725	3 914	4 328	3 856	3 310	2 601	2 491
tvorba rezervy na kurzové ztráty (R)	mil. Kč	76	47	120	83	2 111	556	1 887	2 020	1 137	0	
Mimořádné náklady	mil. Kč	183	125	51	43	46	53	709	67	106	434	302
Zisk před zdaněním	mil. Kč	16 750	16 188	14 783	12 680	6 832	8 657	2 862	8 266	9 377	8 032	18 626
Zisk po zdanění	mil. Kč	7 279	8 889	8 064	7 848	3 367	6 364	2 160	5 745	6 434	6 713	13 931

Komentář [p49]: VZ.2003

ČEZ, a. s.	Jednotka	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Peněžní toky – cash flow												
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku roku R3)	mil. Kč	1 169	2 631	1 795	2 431	2 222	4 097	1 007	4 044	3 073	2 273	3 829
Peněžní toky z provozní činnosti R3)	mil. Kč	16 813	13 596	14 800	13 799	14 377	17 694	12 279	13 715	16 064	17 569	25 368
Peněžní toky z investiční činnosti R3)	mil. Kč	-19 053	-21 612	-24 874	-21 301	-18 995	-22 213	-17 359	-13 271	-9 322	-4 996	-19 574
Peněžní toky z finanční činnosti R3)	mil. Kč	3 702	7 139	10 710	7 293	6 493	1 429	8 117	-1 415	-7 542	-11 018	-6 734
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci roku R3)	mil. Kč	2 631	1 754	2 431	2 222	4 097	1 007	4 044	3 073	2 273	3 829	2 889
Vybrané ukazatele												
Tržby za jednotku el energie	Kč/MWh	1 008	1 017	1 023	1 078	1 068	1 087	1 115	989	941	866	853
Tržby za jednotku tepla	Kč/GJ	63	71	80	90	102	116	127	125	123	128	
Produktivita z brutto výroby	MWh/měs./zam.	257	301	323	352	357	377	386	467	539	613	
Zisk na akcii o nominální hodnotě 100 Kč R4)	Kč/akcie	12,4	15,1	13,6	13,3	5,7	10,7	3,6	9,7	10,9	11,3	23,6
Konsolidovaný zisk na akcii o nominální hodnotě 100 Kč R4)	Kč/akcie	–	–	–	–	–	12,7	2,7	10,3	13,2	12,4	
Stupeň odepsanosti dlouhodobého majetku	%	54,6	52,3	51	44,4	42,1	43,5	46,2	49,6	53,7	44,8	
Celková likvidita	%	154,3	147,1	122,2	108,6	143,1	107,3	176,6	207,4	185,3	181,3	
Celková zadluženost (bez rezerv) R1) P3)	%	20,3	24,5	28,4	31,2	33	32,8	36,2	33,5	30,9	27,4	27,6
Rentabilita vlastního kapitálu (čistá) P4) P5)	%	10,5	11,5	9,4	8,3	3,4	6,1	2	5	5,3	5,3	10,0

Komentář [p50]: VZ 2003

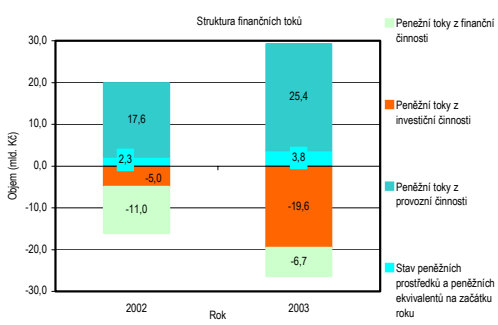
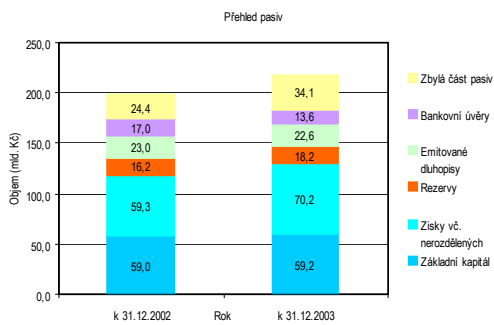
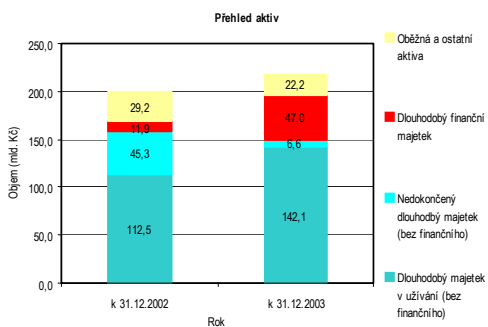
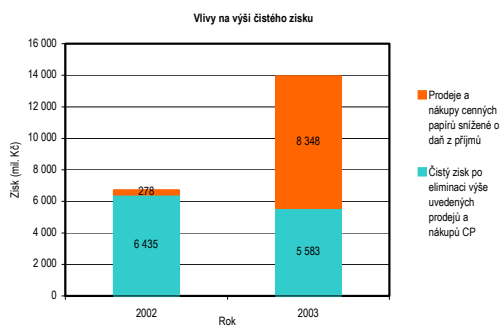
1) Pro srovnatelnost minulých období údaj roku 2002 neobsahuje odložený daňový závazek, který je v účetní závěrce za rok 2002 vykazován jako součást Rezerv.

2) Bez části splatné do 1 roku

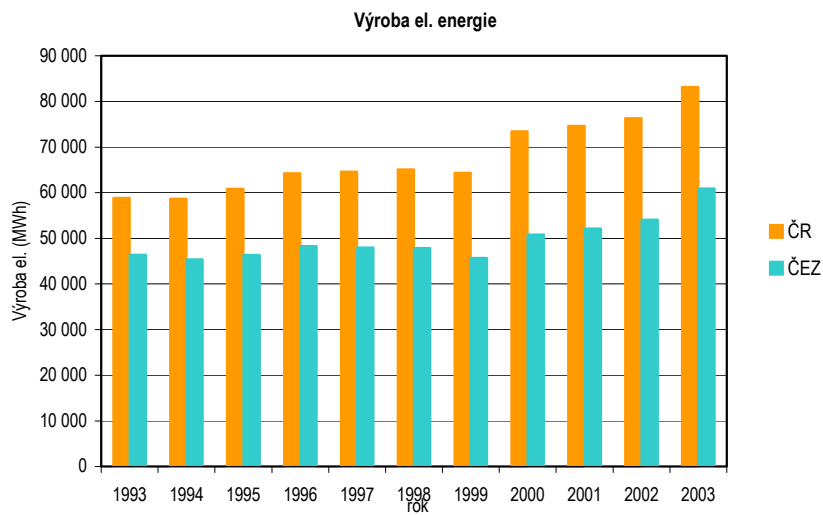
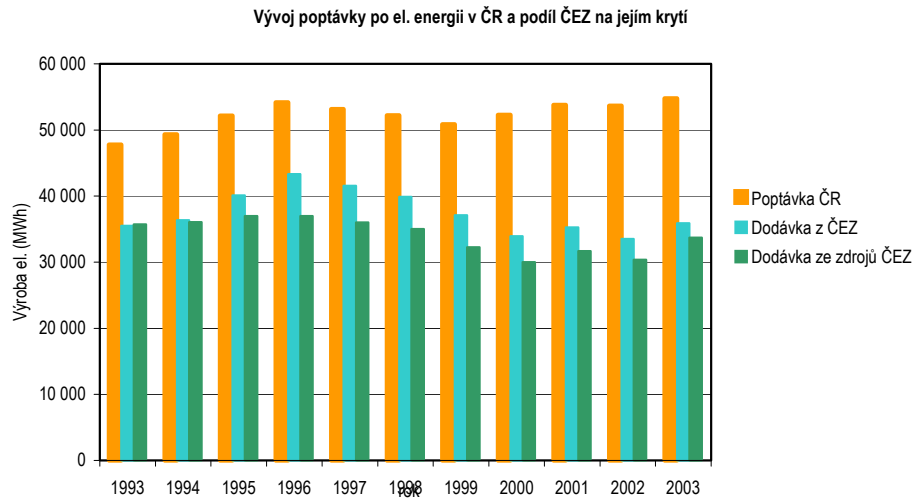
3) V roce 1993 a 1994 byla pro zpracování Cash flow odlišná metodika.

4) Akcie s nominální hodnotou 100 Kč existují od února 1999, pro srovnatelnost je vypočítána odpovídající výše i za předchozí roky. Přepočítací vzorecna sloučení akcií: Počet akcií 100 Kč = (Počet akcií 1100 Kč*11 + Počet akcií 1000 Kč * 10).

Bližší pohled na strukturu zisku, aktiv, pasiv a finančních toků a jejich meziroční vývoj poskytují grafy níže.



10. Postavení ČEZ



Na krytí poptávky po elektrické energii v ČR se ČEZ v posledních létech podílel zhruba z 62 až 65% včetně energie nakoupené v tuzemsku i v zahraničí a udržuje si i v podmínkách liberalizace dominantní postavení.

Z celkového množství elektřiny vyrobeného v ČR bylo v ČEZ vyrobeno cca 70%. ČEZ je druhým největším vývozcem elektrické energie v Evropě.

11. Faktory významné pro vývoj ceny akcie

Privatizace společnosti a konsolidace skupiny

Postupující proces privatizace bude přinášet postupné vyjasňování situace a to bude představovat bezprostřední impulsy k pohybu ceny akcie. Jedná se zejména o:

- osud 16% podílu akcií z celkových cca 67% ve vlastnictví FNM; FNM nabízí v procesu privatizace 51%-ní podíl, pro zbývajících 16% se uvažovalo o (zprostředkované) výměně za podobný podíl ve spol. Slovenské elektrárny a.s., nyní se připouští i prodej na kapitálovém trhu - motivem je (okamžitý) příjem do státního rozpočtu a inspirací nedávný úpis akcií Českého Telekomu na kapitálovém trhu. Naopak příznivci prodeje celého balíku poukazují na možnost prodeje balíku za cenu až 250 Kč/akcii.
- prodej podílu v Pražské energetice
- prodej podílu (1/3) v ČEPS
- prodej podílu (majorita) v SČE
- prodej státního podílu v Severočeských dolech a osud 38%-ního podílu vlastněného ČEZem v této společnosti (prodej podílu?, uplatnění v rámci povinného odkupu? apod.)
- osud samotného 51% podílu akcií

V lednu do skupiny přibyla nová společnost, když došlo k **ovládnutí Škody Praha**. Dohodou o narovnání – kapitalizací pohledávky, která řeší 700 milionovou pohledávku společnosti vůči Škodě Praha (původem ve zpoždění dodávek při výstavbě JETE), ČEZ v polovině ledna více než zdvojnásobil svůj podíl ve Škodě Praha na 68,9%. Fond národního majetku vlastní 24,3%. Představitelé ČEZ vyjádřili předpoklad, že v pozici majoritního vlastníka Škody Praha zůstane společnost několik let.

Akviziční ambice

Fúze ČEZu s distribučními společnostmi a SWAP se společností E.ON o podíly v distribučních společnostech zmíněný výše dává ČEZu lepší konkurenční předpoklady a výhodnější pozici před vlastní privatizací, nicméně i pouhým pohledem na mapu regionu je patrné, že ČEZ je hráčem pouze střední velikosti. Proto je strategií společnosti uslovat o podíly v energetických společnostech v Polsku (dosud nezprivatizované distribuční společnosti), na Slovensku a v Bulharsku.



Bulharsko nabídlo k privatizaci 67%-ní podíly v 7 distribučních společnostech na konci října 2003. Nabídka je rozdělena do 3 balíků, přičemž každý z nich zahrnuje firmy s ročním prodejem elektřiny cca 8 GWh. Zájemci si budou moci koupit pouze jeden ze zmíněných 3 balíků. Termín pro předložení předběžných nabídek je do konce ledna.

ČEZ projevil oficiální zájem o koupi předlužené energetické společnosti **Slovenské elektrárny (SE)**. Slovenské elektrárny provozují dvě jaderné, dvě tepelné elektrárny a soubor vodních elektráren. Kontrolují 85% výroby elektřiny na Slovensku. V roce 2002 vyrobily 27.445 GWh elektřiny, z toho 56,2% dodaly třem distribučním slovenským společnostem, 26,4% energie vyvezly a 9,4% prodaly vlastním odběratelům.

Slovensko opakovaně nabídlo 49% akcií SE, později rozšířilo nabídku na **66%-ní balík**. Tendr umožňuje projevit zájem o celé elektrárny nebo pouze o nejadernou část; ČEZ projevil (jako jeden ze dvou) zájem o veškerá aktiva elektráren, tj. i o jaderné zdroje – JE Mochovce.

O privatizaci elektráren se uchází pět společností: ČEZ a ruský koncern RAO UES (kteří projeví zájem o veškerá aktiva elektráren, tj. i o jaderné zdroje) a americká společnost AES, německý E.On a britský International Power (pouze nejaderná část). V závěru loňského roku postoupilo do užšího výběru všech 5 uchazečů, kteří potvrdili své nabídky.

Liberalizace obchodu a vývoj cen elektřiny

Liberalizace obchodu s elektřinou je **legislativně upravena** zákonem č. 458/2000 Sb., o podmínkách podnikání a o výkonu státní správy v energetických odvětvích a o změně některých zákonů (též "energetický zákon"), který je platný od 1. ledna 2001 a je naplňován řadou prováděcích vyhlášek.

Hlavní subjekty působící na trhu s elektřinou jsou **výrobci, obchodníci, distributoři a koneční zákazníci**. Energetický zákon dále zavádí pro konečného zákazníka pojem "oprávněný zákazník" a "chráněný zákazník".

Oprávněný zákazník je odběratel elektřiny, který má dle stanovených kritérií (která se zatím mění každý rok) právo přístupu k přenosové soustavě a kterékoli distribuční soustavě, a tím i právo volby dodavatele nebo obchodníka. Jeho práva a povinnosti upravuje § 28 energetického zákona.

Chráněný zákazník je odběratel elektřiny, který nemá možnost volby dodavatele. Ze zákona má právo na dodávku elektřiny od provozovatele distribuční soustavy, k níž je jeho odběrné elektrické zařízení připojeno, a to za regulovanou cenu, kterou stanovuje Energetický regulační úřad. Jeho práva a povinnosti upravuje § 29 energetického zákona.

Evropská unie stanovila povinnost zcela liberalizovat trh s elektřinou do roku 2007. Loňská novela energetického zákona schválená Parlamentem ČR posunula v České republice tento termín o 1 rok dopředu na 1.6.2006, tj. k tomuto datu by měla zaniknout skupina chráněných zákazníků.

V České republice začal vývoj, který vede k současnému (přechodnému) stavu, v roce 2001:

- **1. ledna 2001** byl založen Energetický regulační úřad jako nezávislý orgán státní správy, jehož úkolem je podpora soutěže a ochrana zájmů konečných zákazníků.
- **1. ledna 2002** začal fungovat ustanovený Operátor trhu s elektřinou (OTE a.s.), jehož cílem je organizovat trh s elektřinou (tj. zajištění procesu zúčtování smluvních vztahů a odchylek mezi účastníky trhu). Oprávněními zákazníci se stávají zákazníci, jejichž spotřeba elektřiny vztahovaná na jedno odběrné místo překročila hodnotu 40 GWh, nebo držitelé licence na výrobu elektřiny s instalovaným elektrickým výkonem větším než 10 MW.
- **1. ledna 2003** jsou oprávněnými zákaznickými konečními zákazníci se spotřebou elektřiny větší jak 9 GWh a právo regulovaného přístupu mají za účelem uplatnění své výroby všichni držitelé licence na výrobu elektřiny.
- **1. ledna 2004** jsou oprávněnými zákaznickými všichni koneční zákazníci, jejichž odběrné místo je vybaveno průběhovými měřeními spotřeby elektřiny, mimo domácnosti;
- **1. ledna 2005** budou oprávněnými zákaznickými všichni koneční zákazníci mimo domácnosti;
- **od 1. ledna 2006** budou oprávněnými zákaznickými všichni koneční zákazníci.

Ilustraci výše uvedeného vývoje může být např. skutečnost, že na počátku roku 2002 působilo na českém trhu s elektřinou 76 oprávněných zákazníků, v lednu 2003 to bylo již cca 350 zákazníků.

Liberalizace vedla k **tlaku na (velkoobchodní) ceny elektřiny** a k jejich snižování. ČEZ uvádí, že od počátku liberalizace klesla průměrná cena energie o cca 12,4%.

	Cena (Kč/MWh)	Změna
2001 - max. prům. cena stanovená ERÚ	970	
2001 - průměrná cena elektřiny v tuzemsku	948	-2,27%
2002 - průměrná cena elektřiny v tuzemsku	905	-4,54%
2003 - průměrná cena elektřiny v tuzemsku	850	-6,08%
2004 - průměrná cena elektřiny v tuzemsku (odhad ČEZ)	908	6,82%

Komentář [p51]: Prezentace ČEZ k předběžným výsledkům 2003 z 27.2.2004

Komentář [p52]: Prezentace ČEZ k předběžným výsledkům 2003 z 27.2.2004

Dle dostupných komentářů nespojuje ČEZ tento pokles výhradně s nástupem liberalizace v ČR, ale i s příznivou situací na okolních trzích, převahou výrobních kapacit nad poptávkou. Právě tato situace se postupně vyčerpává a dle ČEZ dochází k obratu, takže v příštích obdobích **bude docházet opět k růstu cen.**; odhad společnosti v roce 2004 je růst průměrné ceny el. o téměř 7%.

Ceny elektřiny – od 1.ledna platí nové ceny elektřiny. Cenovým rozhodnutím ERÚ byly pro rok 2004 výsledná průměrná cena elektřiny pro chráněné zákazníky (domácnosti a podnikatelský maloodběr) stanovena ve výši 2258,30 Kč/MWh bez DPH, tj. o 60,74 Kč/MWh proti roku 2003 (2,7%). Podle předsedy ERÚ za zdražování stojí především zvýšení ceny silové elektřiny ze strany ČEZ o téměř 8 %, podstatný vliv má mít i nárůst množství elektřiny vyrobené z obnovitelných zdrojů a v kombinované výrobě elektřiny. Opačným směrem naopak působily ceny za distribuci, které poklesly díky vyšší efektivitě distribučních služeb. Samotná společnost již dříve deklarovala obrat ve vývoji cen elektřiny směrem k jejich růstu pozorovaný v zahraničí a očekávaný i na našem trhu.

Pro rok 2004 zvýšila společnost dle Energetického regulačního úřadu (ERÚ) ceny silové elektřiny o 7,8%. Dle slov zástupců společnosti západní trhy signalizují, že skončilo období konkurenčního boje o trhy, kdy cena klesala, a nyní ceny elektřiny rostou. Do cen se navíc promítá i podpora obnovitelných zdrojů energie a tato podpora se bude rychle zvyšovat.

Cenová hladina a vývoj na trhu s elektřinou **pro velkooběratele ve státech Evropy** je uveden v tabulce níže; zdrojem dat je Eurostat, ceny jsou v jednotkách €/MWh.

Rok	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
EU15	7,48	7,21	6,89	6,79	6,63	6,36	6,25	6,44	6,20	6,47
Belgie	7,26	7,76	7,75	7,46	7,46	7,39	7,34	7,52	7,60	7,64
Dánsko	4,39	4,33	4,73	4,68	5,12	4,85	5,04	5,58	6,39	6,97
Finsko	---	4,49	4,81	4,14	4,01	3,89	3,77	3,72	4,01	5,66
Francie	6,50	6,50	6,50	6,35	5,96	5,83	5,67	5,57	5,62	5,29
Irsko	6,44	6,29	6,15	6,91	6,62	6,62	6,62	6,62	8,36	7,62
Itálie	6,63	6,34	6,38	7,14	7,21	6,46	6,93	9,19	7,76	8,26
Lucembursko	7,41	7,65	7,47	7,37	7,25	7,36	7,09	6,32	6,45	6,75
Německo	9,22	9,44	9,06	8,45	8,30	7,92	6,75	6,69	6,85	6,97
Nizozemí	5,96	5,97	6,08	5,70	5,66	5,76	6,69	6,40	---	---
Portugalsko	8,46	8,00	7,56	7,49	7,13	6,46	6,43	6,51	6,65	6,73
Rakousko	---	8,07	8,14	7,66	7,55	7,63	---	---	---	---
Řecko	5,84	5,68	5,71	5,80	5,88	5,83	5,71	5,71	5,90	6,14
Španělsko	7,68	7,31	7,56	7,03	6,20	6,24	6,36	5,50	5,20	5,28
Švédsko	---	---	4,13	4,30	3,92	3,48	3,75	3,13	3,10	6,66
Spojené království	7,10	6,06	5,44	6,04	6,28	6,19	6,64	6,61	6,14	5,39
Island	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Norsko	---	3,49	3,22	4,42	3,75	3,45	3,56	3,44	4,33	5,61

Pokud lze za stávajících podmínek srovnávat naše a evropské ceny uvedené v tabulkách výše, pak cenová hladina v ČR je výrazně nižší (pod 3 €/MWh), což by mohlo nadále podporovat budoucí export el. energie.

Cena se na velkoobchodním trhu netvoří bezzbytku na základě rovnováhy mezi nabídkou a poptávkou, ale jsou zde výjimky a v určitých případech nelze vyloučit (zejména z technických důvodů) regulační pravidla, jak lze vyčíst z různých informačních zdrojů, či zpráv společnosti.

Velkoobchodní trh s elektřinou mezi dodavateli (výrobci a obchodníky) a odběrateli (oprávněnými zákazníky a obchodníky s elektřinou) je založen především na dvoustranných kontraktech (ročních, měsíčních, týdenních atd.). Výjimkou je trh organizovaný výše zmíněným Operátorem trhu s elektřinou, a.s. na následující den. Kogenerační výroba a výroba obnovitelných zdrojů je vykupována povinně, s různou úrovní či formou cenového zvýhodnění. Využívání rozvodných sítí je založeno na regulovaném přístupu třetích stran za ceny (poplatky) stanovené Energetickým regulačním úřadem.

Rovnováhu okamžitých hodnot dodávek a odběrů elektřiny v elektrizační soustavě České republiky zajišťuje ČEPS, a.s. - provozovatel přenosové soustavy, pomocí nákupu a podpůrných služeb. Vyhodnocování a zúčtování odchylek mezi sjednanými a skutečnými hodnotami dodávek a odběrů jednotlivých registrovaných účastníků trhu (subjektů zúčtování) provádí Operátor trhu s elektřinou, a.s.

Nově (novelou vyhlášky Energetického regulačního úřadu č.373/2001 Sb ze dne 14. ledna 2003) se objevuje definice „vyrovnávacího trhu“ pro obchodování s regulační energií, který je uskutečňován po uzavřené dvoustranného obchodování a po uzavřené organizovaného krátkodobého denního trhu s elektřinou. Novela nově zmiňuje také burzu, jako subjekt zprostředkující obchodování s elektřinou mezi subjekty zúčtování. Zavádí se též pojem „přeshraničního obchodu“, kterým se rozumí smluvní dovoz, vývoz a tranzit elektřiny s tím, že Energetický regulační úřad je zplnomocněn stanovit (vždy k 1. lednu příslušného roku), v návaznosti na uzavřené mezinárodní smlouvy o přeshraničních obchodech, poplatky za umožnění těchto obchodů. Tato novela souvisí s praktickými zkušenostmi z prvního roku fungování trhu.

ČEZ vytvořil pro nabídku elektřiny na trhu jednak produkt - **systém standardizovaných pásmových produktů** pod obchodní značkou „**Duhová energie**“ a jednak způsob (formu a posloupnost) nabídky - formou veřejné nabídky, dodatečných nabídek, možnostmi rezervace apod. Tímto postupem se mu např. podařilo ještě před začátkem roku 2003 prodat 92 % předpokládaného objemu určeného pro domácí trh.

Regulovanými cenami zůstávají ceny elektřiny pro chráněné zákazníky a ceny povinných výkupů a ceny „síťových monopolů“, tj. ceny za přenos a distribuci elektřiny a ceny za systémové služby. Stanovení výše regulovaných cen je prováděno Energetickým regulačním úřadem a v cenách se promítají zejména oprávněné (uznané) náklady výrobců. Pro rok **2004** byla **výsledná průměrná cena pro chráněné zákazníky** (domácnosti a podnikatelský maloodběr) stanovena ve výši **2258,30 Kč/MWh** bez DPH, což je nárůst proti roku 2003 o 60,74 Kč/MWh, tj. o 2,7%.

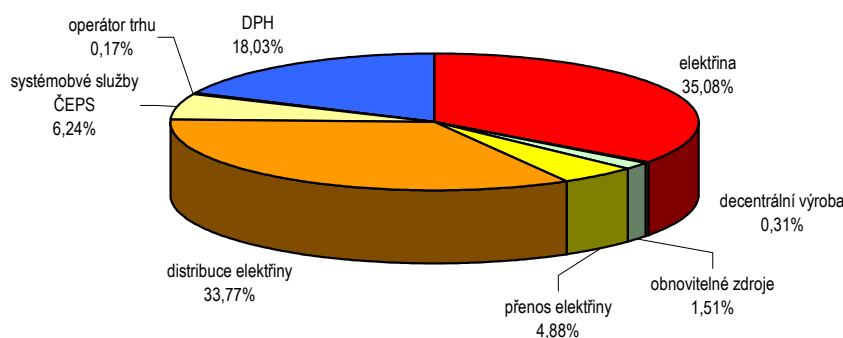
Rok	Výsledná cena bez DPH (Kč/MWh)	Změna (Kč/MWh)	Změna
2002	2 222,34	---	---
2003	2 197,56	-24,78	-1,12%
2004	2 258,30	60,74	2,76%

Cenová hladina a vývoj na trhu s elektřinou **pro domácnosti ve státech Evropy** je uveden v tabulce níže; zdrojem dat je Eurostat, ceny jsou v jednotkách €/MWh.

Rok	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
EU15	11,35	11,02	11,00	10,81	10,73	10,50	10,31	10,27	10,33	10,34
Belgie	11,62	12,31	12,37	11,91	11,86	11,82	11,71	11,84	11,37	11,20
Dánsko	6,24	6,08	6,46	6,39	6,73	6,81	7,18	7,81	8,66	9,47
Finsko	---	7,03	7,70	7,27	7,06	6,56	6,45	6,37	6,97	7,38
Francie	10,34	10,06	10,22	10,05	9,62	9,49	9,28	9,14	9,23	8,90
Irsko	7,52	7,34	7,17	8,16	7,96	7,95	7,95	7,95	8,83	10,06
Itálie	15,86	15,09	15,08	16,71	16,82	15,70	15,00	15,68	13,90	14,49
Lucembursko	10,29	10,67	10,90	10,71	10,60	10,76	10,56	11,21	11,48	11,91
Německo	12,59	12,98	13,20	12,70	12,56	12,77	11,91	12,20	12,61	12,67
Nizozemí	8,34	8,46	8,69	8,77	8,68	8,84	9,38	9,78	9,23	9,70
Portugalsko	12,56	12,57	12,59	12,78	12,50	12,01	11,94	12,00	12,23	12,57
Rakousko	---	---	10,32	9,84	9,69	9,79	9,49	9,45	9,32	9,26
Řecko	6,36	6,47	6,09	6,19	6,27	6,22	5,64	5,64	5,80	6,06
Španělsko	10,59	10,56	10,92	10,50	9,46	9,29	8,95	8,59	8,59	8,72
Švédsko	---	---	---	6,75	6,73	6,53	6,37	6,29	7,01	8,38
Spojené království	10,06	9,46	8,76	9,71	10,39	9,66	10,56	9,96	10,32	9,59
Island	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Norsko	---	6,61	6,53	8,22	9,26	7,65	7,20	7,88	9,27	15,68

Pokud se i zde pokusíme porovnat ceny naše a evropské, zjistíme opět nižší úroveň cen v Čechách (kolem 7 €/MWh). Vidíme však větší disparitaci mezi cenami pro domácnosti a velkoodběratele u nás a v Evropě. Zatímco u nás je poměr cen pro domácnost a pro velkoodběratele cca 2,4, v Evropě je to 1,6, což může předznamenávat další tlak na vzájemné přiblížení cen.

Procentní zastoupení jednotlivých složek ve výsledné průměrné ceně elektřiny (na hladině nízkého napětí) pro rok 2004 (domácnosti a podnikatelský maloobtěř) ukazuje následující koláčový graf; jde o podobnou strukturu jako v roce 2003.



Stanovená výsledná cena je součtem cenových změn u všech složek, přičemž jedinou složkou, která je pod přímou regulací Energetického regulačního úřadu je cena za distribuční služby. Právě tato složka v klesla v důsledku uplatnění faktoru efektivit u distribučních služeb. Snížení cen distribuce na hladině nízkého napětí v roce 2004 činí 30,02 Kč/MWh. Ostatní složky přispívaly ke zvýšení ceny:

- zvýšení ceny silové elektřiny dominantního výrobce ČEZ, a. s. v průměru o 56,95 Kč/MWh, tj. o 7,8 %
- zvýšení ceny systémových služeb proti roku 2003 o 13 Kč/MWh. Cena systémových služeb je odvozena od velikosti nákladů na nákup podpůrných služeb, které slouží k zajištění vyrovnané výkonové bilance mezi výrobou elektřiny a její spotřebou. Pro rok 2004 se předpokládá zvýšení nákladů na nákup podpůrných služeb především ze dvou příčin: a) vzestup ceny silové elektřiny, od které se ceny podpůrných služeb odvíjejí, b) zvýšení výkonových nároků na zajištění bezpečného provozu elektrizační soustavy České republiky
- zvýšení ceny na krytí vícenákladů spojených s povinným výkupem elektřiny z obnovitelných zdrojů a ze zdrojů s kombinovanou výrobou elektřiny a tepla proti roku 2003 o 22,47 Kč/MWh. Zvýšení ceny je zapříčiněno nárůstem výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů a kombinované výroby elektřiny a tepla, kterou jsou distribuční společnosti povinny vykupovat za (stanovené) minimální výkupní ceny. Nárůst výroby způsobil dvojnásobný vzrůst ceny na krytí vícenákladů výkupu elektřiny z těchto zdrojů.

K 31. 12. 2002 **skončil systém jednotných cen elektřiny pro obyvatelstvo** v rámci celé České republiky a k 1. lednu 2003 vyhlásil Energetický regulační úřad již i tyto ceny regionálně diferencované, respektující rozdílnou úroveň měrných nákladů na dodávku elektřiny obyvatelstvu jednotlivých regionálních distribučních společností; s tímto krokem se spojuje i zmíněný pokles cen distribučních služeb.

Změny cen v kategorii maloodběru domácností a maloodběru podnikatelů v jednotlivých distribučních společnostech nejen v roce 2004 ukazuje další tabulka; v roce 2002 je zvýšení ještě ve všech REAS stejné.

Společnost	2002/2001		2003/2002		2004/2003	
	Kategorie D domácnosti	Kategorie C podnikatelé	Kategorie D domácnosti	Kategorie C podnikatelé	Kategorie D domácnosti	Kategorie C podnikatelé
Jihočeská energetika, a. s.	9,90%	3,90%	0,00%	0,00%	6,60%	5,10%
Jihomoravská energetika, a. s.	9,90%	-2,40%	-9,10%	-5,00%	1,40%	2,60%
Pražská energetika, a. s.	9,90%	0,60%	-1,70%	-3,10%	0,00%	0,70%
Severočeská energetika, a. s.	9,90%	-1,70%	-5,60%	-2,10%	5,10%	3,50%
Severomoravská energetika, a. s.	9,90%	-1,20%	-8,80%	-4,30%	4,40%	3,60%
Středočeská energetická, a. s.	9,90%	-4,80%	-0,60%	-1,10%	4,90%	5,00%
Východočeská energetika, a. s.	9,90%	-2,90%	-3,10%	-5,00%	5,90%	3,10%
Západočeská energetika, a. s.	9,90%	5,00%	0,00%	0,00%	2,30%	2,30%
Vážený průměr v ČR					3,80%	3,10%

Vzhledem ke struktuře tržeb společností, kde 85%, tedy dominantní část tržeb pochází z prodeje elektřiny, ovlivňuje vývoj cen elektrické energie výnosovou složku hospodaření společností. Z pohledu na ceny el. energie uvedené výše lze usuzovat na:

- **trend pozvolného nárůstu cen neregulované el. energie** (postupující liberalizace, mění se poměr nabídky a poptávky)
- **systematicky budovanou obchodní politikou společností**
- **přetrvávající prostor pro export el. energie** (byl by rok 2003 v exportu zcela výjimečný)

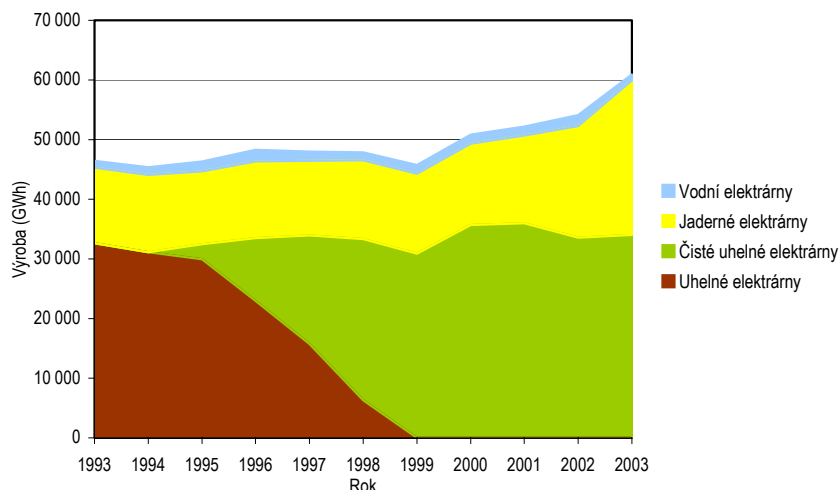
Celkový výhled tedy naznačuje zachování příjmové složky rozpočtu společností odhadem minimálně na stejné úrovni jako v předchozím roce (podpořeno i odhady ze společností o udržení množství prodané elektřiny v příštích letech).

Téma jaderné elektrárny Temelín a jaderné energetiky vůbec

Očekáváme, že toto téma bude celkově poměrně frekventované, neboť se do něj promítají lokální i mezinárodní, technické, ekonomické, i politické postoje, zájmy a cíle. Lze tedy předpokládat turbulence, které mohou ovlivnit krátkodobé výkyvy ceny akcie, jedná se však i o oblast, která má zásadní vliv na budoucnost společností ze střednědobého a zejména dlouhodobého pohledu. Proto je účelné se u některých okolností pozastavit.

Co představuje výroba elektřiny z jádra pro ČEZ. Společnost je neoddělitelně spojena s výrobou elektřiny v jaderných elektrárnách a tato výroba má dlouhodobě v celkové struktuře výroby významné místo; v roce 2002 a 2003 postupným uváděním bloků JETE do provozu (první blok červen 2002, druhý blok duben 2003) se podíl výroby z jádra výrazně zvýšil; v roce 2003 představoval rekordních 25872 GWh, což je 42,5% z celkové vyrobeného objemu.

Struktura výroby elektřiny v ČEZ



Mediálními tématy by se daly v poslední době označit např. okolnosti spojené s řešením sporů a sjednáváním podmínek mezi představiteli podnikových odborů a vedením ČEZ. V JETE vyústil tento proces ve stávku. Podobně tomu je i u v případě úvah o výstavbě mezikladu vyhořelého paliva, či u probíhajících soudních sporů a žalob souvisejících s provozem jaderných elektráren. První významná zahraniční žaloba byla podána na ČEZ kvůli JETE 31.7.2001 zemskou vládou v Horních Rakousích u Zemského soudu v Linci, druhá pak hornorakouskými odpůrci 1.3.2002 tamtéž. Kromě toho se k těmto žalobám připojily i žaloby českých odpůrců jaderné energetiky u Evropského soudu pro lidská práva.

Nebylo by velkým překvapením, kdyby tato témata větší měrou opět zazněla v okamžiku výběru partnera – kupce podílu ve společnosti, jako jeden z příspěvků na misku vah v jednáních o ceně. I když mohou dočasně ovlivnit cenu akcie, **z praktického hlediska**, tj. zda a jakou měrou mohou ovlivnit fungování a hospodaření ČEZ, **nebudou mít velký význam.**

Mnohem zajímavější je sledovat **dění ve světě**, neboť ono dle našeho názoru předznamená i vývoj u nás a konec konců může ovlivnit i celkový zájem investorů o kapitálový vstup do společnosti.

Americký úřad pro energetiku ve svém Ročním energetickém **výhledu publikoval pro rok 2004 zcela odlišné** prognózy než před pěti lety, kdy se předpokládal útlum jaderné energetiky téměř až na polovinu. Letošní plány **naopak ukazují na mírný nárůst podílu jaderné energie** v celkové energetické bilanci USA. Uvedeného stavu má být dosaženo modernizací stávajících jaderných elektráren, zvyšováním jejich výkonů a znovu uvedením do provozu jedné JE v r.2007. O výstavbě nové JE se zatím neuvažuje, ale je jasné, že jádro bude hrát klíčovou roli při výrobě elektřiny i po r.2025 (i bez ohledu na přijetí, či nepřijetí státní politiky na snížení emisí kyslíčků uhlíku do atmosféry). Další nárůst produkce elektřiny je spojován se zemním plynem (vzhledem k cenám plynu omezenou měrou). Hlavní zvýšení výroby elektřiny je z uhlí, které vzhledem k výhodné ekonomice překonalo ostatní zdroje. Rozvoj obnovitelných zdrojů do r.2025 bude velice mírný s ohledem na jejich ekonomickou nevýhodnost.

Francouzská vláda nechala provést **studii nákladů základních energetických zdrojů** pro léta 2007 až 2015. Studie vyznívá jednoznačně pro využití jaderné energie. Výhodnost jádra se může ještě zvýšit, pokud bude uplatněna dodatková daň na zdroje emitující skleníkové plyny (udává se v rozmezí od 0.15 do 1.5 €/MWh). Ceny jádra jsou navíc mnohem stabilnější než u uhlí a ještě mnohem více než u plynu.

Komentář [p53]: NEI Nuclear Energy Overview 22/12/03

	Cena zdroje (€/MWh)
jaderná energie	2,84
uhlí	3,2-3,4
plyn	3,5

13.1.2004 **schválil parlament Evropské unie řadu nových předpisů pro jadernou energetiku, která má jaderným** elektrárnám umožnit získávat z Bruselu peníze. Jde o tři soubory směrnic. První definuje vztah společných orgánů Evropské unie k národním úřadům pro jadernou bezpečnost (poslanci odmítli snahu vytvořit společný orgán Evropské unie, který by převzal část pravomocí národních úřadů pro jadernou bezpečnost; **národní úřady** pro jadernou bezpečnost jsou **nadále autonomním orgánem** a jejich partnerem je Mezinárodní agentura pro atomovou energii), druhý zavazuje země **vyřešit uskladnění jaderného odpadu** (poslanci vyhověli návrhu komise, aby státy unie do roku 2018 definitivně vyřešily skladování vyhořelého vysoce radioaktivního jaderného paliva; do roku 2013 mají mít země Unie řešení pro skladování méně radioaktivního odpadu – viz i naše diskuse o budování mezikladu vyhořelého paliva) a třetí předpokládá **možnost využívat unijní peníze pro jaderné odvětví** (využití se předpokládá zejména pro posílení bezpečnosti jaderných elektráren včetně z pohledu hrozby teroristického útoku; není zmiňován účel půjčky na výstavbu reaktorů).

Komentář [HP54]: HN 27.1.2004

Zajímavým rozhodnutím z poslední doby v sousední zemi - **Rakousku** je rozhodnutí Rakouského ústavního soudu o **zrušení tzv. černé listiny** zemí, z nichž byl zakázán dovoz elektrické energie do Rakouska, kde figurovala i Česká republika, a označil je za protiústavní.

I když výše uvedené skutečnosti nepřinesou zatím v ČR zásadní změnu postojů (MŽP chce dále prosazovat postupné odbourání výroby elektřiny z jádra a naopak MPO podporuje iniciativu EU), **celkově dokumentují tyto události posun ve vztahu politické reprezentace v různých částech světa k jaderné energii. Postupně stále více stran inklinuje spíše k pragmatickému technicko-ekonomickému pohledu a začíná se přiklánět k názoru, že, má-li být potřeba elektrické energie naplněna, je vzhledem ke složení a dostupnosti energetických zdrojů na Zemi přítomnost jádra ve struktuře výroby elektrické energie nevyhnutelná. Tento posun, až na tradiční výjimky, které nemusí trvat nekonečně dlouho, je patrný i v evropském prostoru.**

Strategie ČEZ počítá s využíváním jaderné energie a mění se názorové prostředí je pro společnost stále příznivější. Z tohoto pohledu se tedy není nutno obávat politicky motivovaných zvratů a s tím spojených nákladů, které naruší hospodaření a hodnotu společnosti.

Vstup do EU

Vstup (formální) do Evropské unie by měl odstranit umělé bariéry, které dle informací ze společnosti okolní země kladou exportu el. z ČR dodatečnými poplatky apod., naopak již nezmění poměry v ČR.

Aktualizace Státní energetické koncepce

Dlouho očekávaný dokument ihned po svém zveřejnění v červnu roku 2003 vyvolal (rovněž očekávané) rozporuplné reakce. Autorizovanou osobou bylo po té zpracováno posouzení vlivů na životní prostředí a návrh SEK vč. tohoto posouzení byl dán na dobu 60-ti dní k dispozici široké veřejnosti. 16. října se v Městské knihovně v Praze uskutečnilo jeho veřejné projednání. Po uplynutí zákonné lhůty a zapracování připomínek byl materiál předložen k meziresortnímu připomínkovému řízení a současně Ministerstvu životního prostředí, které dne 12.12.2003 vydalo k návrhu negativní stanovisko; MŽP již v říjnu předložilo vlastní scénář SEK. Po vypořádání připomínek resortů byl návrh Státní energetické koncepce předložen vládě ČR. Vláda na svém zasedání dne 7. ledna 2004 odložila projednání návrhu Státní energetické koncepce (SEK). Zásadními otázkami energetické politiky se bude zabývat vládní seminář, který bude předcházet dalšímu projednání SEK na zasedání vlády.

Komentář [p55]: Tisková zpráva MŽP 23. října 2003

Komentář [p56]: Publikováno: 13. 01. 2004, Autor: -MPO-

Dokument Státní energetické koncepce předložený MPO vychází z následujících společných parametrů.

Základní priority návrhu SEK:

- maximální nezávislost,
- maximální bezpečnost,
- maximální udržitelný rozvoj,

Základní cíle návrhu SEK:

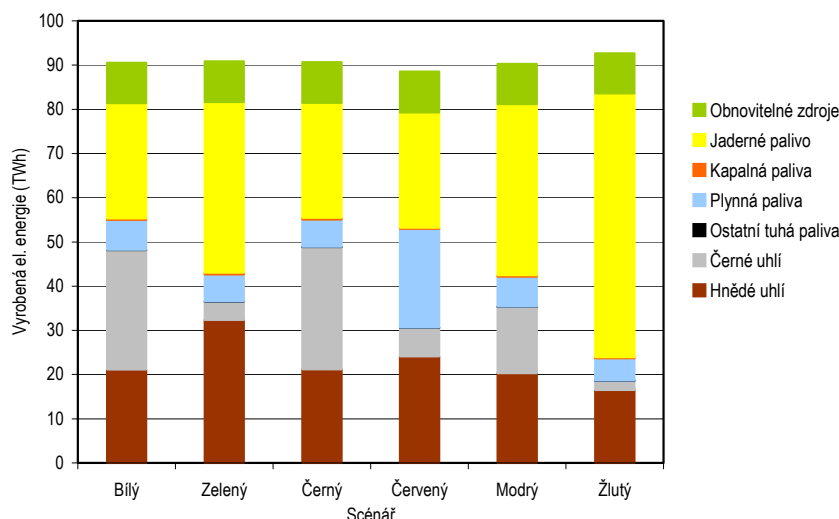
- maximalizace energetické efektivity,
- zajištění vhodného poměru spotřeby primárních energetických zdrojů,
- zajištění maximální šetrnosti vůči životnímu prostředí,
- dokončení transformace a liberalizace EH.

Dokument definuje **6 scénářů, které se liší mírou využití různých energetických zdrojů**, a tím pádem strukturou výroby el. energie. Srovnání scénářů viz následující a graf.

Komentář [p57]: SEK, příloha 02 Scénáře

Scénář	uvolnění limitů těžeb HU	Navýšení dovozu ČU	navýšení dovozu ZP	zesílení podpory OZE	další jaderné zdroje
Bílý	Ne	Ne	Ne	Ne	Ne
Zelený - (referenční) s vyšším významem dom. zdrojů paliv	Ano	Ne	Ne	Ano	Ano
Černý - s vyšším uplatněním dováženého černého uhlí	Ne	Ano	Ne	Ne	Ne
Červený - s vyšším významem zemního plynu	Ne	Ne	Ano	Ne	Ne
Modrý - s vyšším uplatněním jaderné energie	Ne	Ne	Ne	Ne	Ano - 3 bloky
Žlutý - s nejvyšším uplatněním jaderné energie	Ne	Ne	Ne	Ne	Ano - 8 bloků

Struktura výroby el. v ČR v roce 2030 dle jednotlivých scénářů



MPO doporučilo k výběru **Zelený scénář** s následujícím odůvodněním:

- administrativně neblokuje žádný zdroj primární energie,
- poskytuje subjektům v energetickém sektoru nejširší nabídku energetických zdrojů,
- je směrem s nejnižší dovozní energetickou náročností a s nejmenšími dopady do snižování zaměstnanosti,
- ze všech scénářů dává nejvíce nahlédnout za rok 2030, protože zvýšená dostupnost zásob hnědého uhlí je schopná bezpečně zásobit novou generaci uhelných elektráren, které po roce 2010 nahradí dnešní uhelné elektrárny,
- je směrem nejvíce odolným vůči kolísání světových cen, s příznivými dopady na ceny elektřiny a tepla z velkých tepláren, protože domácí těžba hnědého uhlí má nejtransparentnější náklady,
- je směrem nejvíce odpovídajícím historickým tradicím ČR,
- byl nejčastěji doporučovanou variantou ve veřejné diskusi k návrhu SEK.

V současné době probíhá diskuse nad scénáři v rámci aktualizace státní energetické koncepce. Závěry pak mohou ovlivnit legislativní prostředí i ještě samotnou privatizaci.

Investice a obnova

Ve srovnání s minulým obdobím klesá objem investic, zejména díky dokončení výstavby JE v Temelíně, nicméně životnost tepelných elektráren končí kolem roku 2010 a ČEZ ve svých strategických výhledech uvažuje po roce 2010 o výstavbě tepelných elektráren zhruba o stejném instalovaném výkonu jaký je nyní. **Budoucí investiční potřeby do značné míry souvisí s podobou schválené SEK.**

MPO v návrhu SEK ukazuje, že **díky cykličnosti obnovy uhelných zdrojů** (postavených před 30 – 40 lety a retrofitovanými v 90. letech.) **projde vývoj vztahu mezi spotřebou elektřiny a výrobou elektřiny do roku 2030 několika fázemi** společnými ve všech scénářích. Z tohoto vývoje vyplývají i odlišné nároky na investiční potřeby v odvětví energetiky a tedy i v ČEZu v jednotlivých fázích.

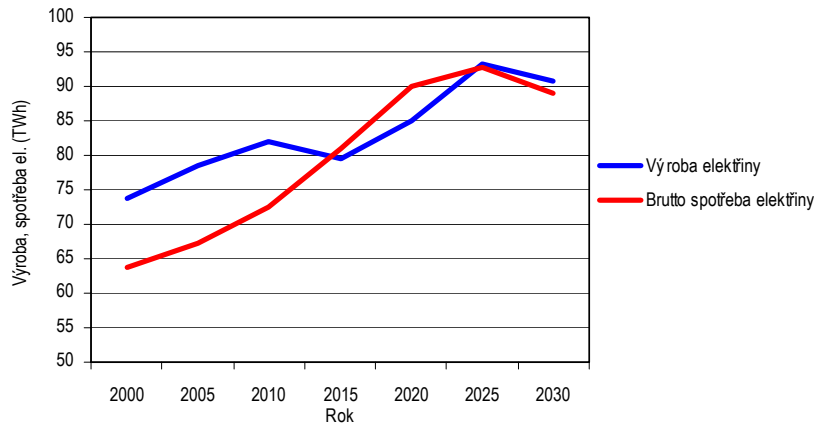
Odhadovaný vývoj je charakterizován následujícími etapami:

a) **do roku 2010 a krátce po něm - vysoký přebytek výkonu** (cca 17.300 MW, v tom 12.100 MW v ČEZ) v elektrizační soustavě ČR a **silná orientace na export**. Vysoký stav základního výkonu ve střednědobém horizontu je důsledkem najetí JETE; odhaduje se, že spolehlivý chod ES bude do roku 2010 vyžadovat udržení vysokého aktivního exportní salda (minimálně na úrovni 10 TWh). Kolem roku 2010 se výkonová bilance začne vyrovnávat, přebytek výkonů ES se vyčerpá a tlak na exportní saldo zmizí.

b) **kolem roku 2013 - začne proces masivní obnovy a modernizace** dožívajících uhelných elektráren. Tento proces potrvá cca 10 – 12 let a především v tomto období nebude výroba elektřiny schopná vždy plně krýt domácí spotřebu. To se projeví převisem dovozu elektřiny nad vývozy, a to zejména v období kolem roku 2020, kdy by proces obnovy zdrojů ES měl být nejintenzivnější.

c) **v letech 2020-2025 - po ukončení obnovy zdrojů ES se situace vrátí k normálu, a poměr mezi výkonem ES a tuzemskou spotřebou elektřiny by měl být proporcionálnější.**

Odhad vývoje výroby a spotřeby elektřiny v SEK - zelený scénář



Na základě toho je možno usuzovat, že v současné době je ČEZ v pozici, kdy bude fungovat jako generátor hotovosti a potřeba investic by neměla být vysoká; na budoucí investice bude zřejmě určitou měrou vytvářet rezervy.

Vývoj na zahraničních kapitálových trzích

Tento vývoj ovlivňuje vztah zahraničních investorů ke kapitálovým trhům střední Evropy.

12. Pohled za hranice

Majitelé distribučních společností ve střední Evropě jsou (kromě ČEZ) **E.ON, RWE, EdF, Vattenfall**. V českých zemích působí E.ON (JČE a JME) a RWE (PRE). Na Slovensku je obrázek pestřejší o zastoupení EdF na středním Slovensku; žádána ze slovenských distribučních společností není ovládána domácím kapitálem.

V soutěži o získání pozice na zahraničních trzích výroby, či distribuce elektřiny naráží ČEZ na další konkurenty, a to italský **Enel** (v Bulharsku) a ruský **UES** (v Bulharsku a na Slovensku).

Pohledem na historický vývoj energetiky jak v Evropě tak v USA lze předpokládat pokračující proces vertikální i horizontální integrace (jeho svědkem jsme v rámci změněného přístupu k privatizaci společností).

13. Rizika

Zatím pravděpodobně největší riziko lze spatřovat ve **špatně provedené privatizaci**. Na příklad vstupem vlastníka s naprosto odlišným pohledem na strukturu zdrojů na výrobu el. energie (např. omezení výroby JE) může přinést další náklady spojené s takovými změnami.

Další rizika mohou spočívat v nepředvídaných **vícenákladech** při obnově, či rozvoji elektráren a **ve špatném zvládnutí akvizičních kroků**.

Těžko docenitelným rizikem je „**blackout**“ – náhlý rozsáhlý výpadek elektřiny. Poznaly ho již USA, Kanada i Evropa (Anglie, Dánsko a Itálie), nicméně v Česku žijeme tak trochu s přesvědčením, že nám se nic takového nemůže stát.

14. Kalendář událostí 2004 (aktualizováno)

leden - únor	Jednání o kolektivní smlouvě; stávkové pohotovosti, či stávky
22.01.04	Příjem nabídek na poradce při prodeji podílů v REAS (SČE a PRE) a ČEPS
30.01.04	Konečný termín předložení předběžných nabídek na privatizaci bulharských distribučních společností
konec února	Souhrnná zpráva o hospodaření za rok 2003
konec dubna	Konsolidované výsledky 2003
30.04.04	HV ČEZ za 1.Q. 2004
1/2 května	VZ 2003
17.06.04	ŘVH - schválení dividend Termín pro přijetí závazných nabídek na koupi 66% distr. spol. v Bulharsku
09.07.04	elektrárne
21.07.04	Termín pro přijetí závazných nabídek na koupi 66% spol. Slovenské elektrárne
31.07.04	HV ČEZ za 1.pololetí 2004
01.09.04	Poslední termín pro převod akciových podílů v PRE a ČEPS
31.10.04	HV ČEZ za 1.-.3.Q. 2004
březen 2005	konečný termín pro prodej majoritního balíku v SČE

15. Shrnutí

Významné strategické odvětví, význam, dominantní postavení společnosti na trhu, stabilita hospodaření, vývojová fáze (stádium) životního cyklu společnosti (cyklická obměna elektráren až po roce 2010), prorůstová strategie, příznivá dividendová politika, pozitivní sentiment trhu to jsou stručně řečeno pozitivní rysy investice do akcií ČEZ.

K tomu je vhodné připojit i méně exaktní pohledy. Za zmínku stojí minimálně následující sympatické rysy:

- **Harmonie - kontinuita. Máme na mysli dojem, kterým působí v posledních několika letech vztah majoritního vlastníka k cílům a vizím společnosti (záměrně odlišujeme od vztahu k managementu, kde se mohou projevat osobní sympatie a antipatie). Kolem ČEZu nejsou zbytečné turbulence, jakoby vlastníci i společnost kráčeli podobným směrem.**
- **Management – kvalita a kontinuita v osobách těch, kteří se v posledních letech na postech vedení společnosti vystřídali, a k tomu je možno přičíst i potenciál spojovaný s osobou nového ředitele.**
- **Kvalifikovanost tak, jak se např. projevuje ve věcnosti, pragmatičnost a jasné strategii do budoucna. ČEZ má jasné zacílení, nepodléhá „módním výkyvům“ , ale drží se tradičních zdrojů a možností zdrojů energie v Česku a spojuje je s moderními technologiemi a s trochou sebevědomí se dá říci, že názorově předběhl Evropu i USA, kde se pozornost opět vrací z objektivních důvodů k energii vyrobené z jádra.**
- **Sympatické ambice expandovat a podmínky k expanzi ekonomické i „politické“.**
- **Transparentnost, mediální obraz. Za poslední léta společnost vyšla vstříc odborné, obchodní , investorské i uživatelské veřejnosti, každé skupině svébytným přístupem. Společnost se snaží o poskytování dostatečných informací i o stravitelnou formu, ať ty které informace nabídnout té které skupině uživatelů.**

16. Použité a doporučené odkazy (aktualizováno)

www.cez.cz	Výroční zpráva společnosti 2001	www.government.bg
www.mpo.cz	Výroční zpráva společnosti 2002	www.priv.government.bg
www.env.cz	Zpráva za 1.pololetí 2003	www.doe.bg
www.czso.cz	Encyklopedie energie	www.bfia.org
www.eru.cz	Elektroenerg. v českých zemích	www.nek.bg
www.ihned.cz	www.tasr.sk	www.dker.bg
www.idnes.cz	www.profini.sk	www.online.bg
www.seas.sk	www.vlada.gov.sk	www.finance.gov.sk
www.economy.gov.sk	www.sea.gov.sk	
www.hnonline.sk	www.sme.sk	

17. Kontakty BH Securities v abecedním pořadí

jaros@bhs.cz
keila@bhs.cz
leos@bhs.cz
lepka@bhs.cz
sevcik@bhs.cz

Ve spolupráci s BH Securities a.s. vyhotovil Petr Hlinomaz.



petr.hlinomaz@benchmark.cz

18. Upozornění společnosti

Přes maximální pozornost a péči věnovanou obsahu a ověřování informací použitých při formulaci tohoto dokumentu, slouží tento dokument pouze pro informační účely a nepředstavuje nabídku ke koupi, či prodeji cenných papírů. Společnost BH Securities a.s. nenesе žádnou odpovědnost za případné škody vzniklé třetím osobám v důsledku využití informací z tohoto dokumentu.

Technická poznámky:

V případech, kde jsme to považovali za vhodné, je v názvu kapitoly uvedeno datum, ke kterému vznikala převážná většina obsahu předmětné kapitoly. Na aktuálnosti informací k datu vydání analýzy to však obvykle nic nemění a pokud by tomu tak bylo, je na to v důležitých případech, kterých se to týká, v textu výslovně upozorněno.

Pro snazší orientaci je analýza rozdělena na dvě části; nové kapitoly, na kterých je aktualizace postavena, jsou v části první, kapitoly, které byly v uvedené podobě zveřejněny ve verzi ze dne 1.3.2004, jsou v části druhé. Obě části jsou odděleny upozorněním. Na nové kapitoly, či kapitoly aktualizované je upozorněno v obsahu analýzy zvýrazněním názvu kapitoly tučným písmem.