

ČEZ a potenciální akvizice aktiv Vattenfallu

ČEZu v posledních letech kvůli klesajícím cenám silové elektřiny klesají zisky a vzhledem k tomu, že ceny elektřiny pokračovaly v poklesech i v letošním roce, je pravděpodobné, že hospodaření společnosti bude pod tlakem i v nejbližších letech. Management ČEZu se na tento negativní trend snaží reagovat. Kromě realizace úsporných opatření v řádu jednotek miliard korun se ČEZ v posledním období poohlíží po akvizičních příležitostech, prostřednictvím kterých by si mohl budoucí zisky „koupit“ a zastavit tak klesající trend ve svém hospodaření. K potenciálním akvizicím má ČEZ relativně příhodné podmínky. Za prvé, je relativně málo zadlužený, a to přibližně na úrovni 2,1x násobku čistý dluh/EBITDA. Za druhé, jeho investiční výdaje (CAPEX) by od příštího roku měly výrazněji klesnout, a to ve srovnání s letošním rokem o zhruba 10 – 12 mld. Kč k úrovním 26 – 28 mld. Kč. Společnost totiž nyní ukončuje svůj několikaletý program modernizace svého výrobního portfolia, v rámci kterého byly nově postaveny uhelná elektrárna Ledvice a paroplynová elektrárna Počerady a komplexně zmodernizovány uhelné elektrárny Tušimice a Pruněřov. Tato rozsáhlá modernizace stála zhruba 100 mld. Kč a díky tomu se v posledních letech roční CAPEX pohybovaly v rozmezí 40 – 50 mld. Kč. ČEZ má tak podle mého názoru, i přes pokračující nepříznivé tržní prostředí v energetickém sektoru, velmi solidní likvidní pozici (které odpovídají i „ačkové“ ratingy od agentur Fitch, Moody's a Standard & Poor's se stabilním výhledem), která mu dovoluje uvažovat o akvizičních příležitostech.

Akvizice 66% podílu ve společnosti Slovenské elektrárne nakonec nedopadla, když ČEZ, zejména kvůli rizikům spojeným s dostavbou jaderné elektrárny v Mochovcích, nakonec závaznou nabídku letos v květnu nepodal. Je tu však další velké téma, a to tendr švédské státní energetické firmy Vattenfall na prodej svých německých aktiv v podobě čtyř hnědouhelných elektráren o instalovaném výkonu cca 8000 MW, pěti na ně napojených hnědouhelných dolů a deseti vodních elektráren o výkonu zhruba 3000 MW. ČEZ o tyto aktiva oficiálně vyjádřil zájem letos v říjnu a v nejbližších dnech (do Vánoc, podle dřívějších indikací by to mohlo být 21. prosince) by měl management ČEZu oznámit, zda Vattenfallu odešle indikativní (tedy nezávaznou nabídku). Tendr, kterého se oficiálně účastní vedle ČEZu ještě tuzemské společnosti EPH (společně s PPF) a Vršanská uhelná, je tak v plném proudu.

Objem nabízených aktiv je značný, a to zejména co se týče uhelných aktiv. Vodní elektrárny mají v rámci tendru pouze doplňkovou roli, když se jedná víceméně pouze o přečerpávací elektrárny s roční produkcí (podle výkazů Vattenfallu) ve výši 3000 GWh (pokud by se jednalo o klasické vodní elektrárny, pak by podle mých odhadů instalovanému výkonu ve výši 3000 MW odpovídala roční produkce kolem 10000 GWh). Do celkového hospodaření ČEZu by tak měly tyto nabízené vodní elektrárny marginální dopad, podle mých odhadů cca 1 mld. Kč do EBITDA zisku.

Zcela jiná čísla podle mých odhadů nabízí výše zmíněné uhelné elektrárny. Pro představu, instalovaný výkon 8000 MW odpovídá čtyřem Temelínům. Podle výkazů Vattenfallu tyto hnědouhelné elektrárny v loňském roce vyrobily 55400 GWh elektřiny. Samotný ČEZ vyrábí ročně kolem 65000 GWh elektřiny. Jedná se tedy o významný objem nabízených aktiv, který má potenciál výrazně promluvit do budoucího hospodaření ČEZu. Pokud zaujmu čistě ekonomický pohled, pak se domnívám, že případný nákup výše zmíněných aktiv může

výrazně vylepšit budoucí ziskovost ČEZu a vytvořit půdu pro minimálně stabilní dividendu i ve střednědobém horizontu.

Podle mých odhadů bude ČEZ v příštím roce prodávat silovou elektřinu za cca 34 EUR/MWh a v letech 2017 a 2018 pak za ceny poblíž 30 EUR/MWh. Na základě tohoto cenového vývoje pak predikuji, že nabízené uhelné elektrárny mohou navýšit tržby, resp. EBITDA zisk ČEZu o 45 – 50 mld. Kč, resp. cca 15 mld. Kč. I v případě, že by realizační cena silové elektřiny v příštích letech klesla k 25 EUR/MWh, měl by podle mých odhadů činit příspěvek do EBITDA alespoň 10 mld. Kč. To jsou, vzhledem k velikosti ČEZu, významná čísla a místo toho, aby roční EBITDA v příštích třech letech klesala k 60 mld. Kč, tak se může díky akvizici uhelných aktiv podle mého názoru dostat k úrovním 70 – 75 mld. Kč, tedy na hodnoty, které ČEZ dosahoval ještě v roce 2014. To pak samozřejmě vrhá jiný pohled i na budoucí dividendy, kdy pro střednědobý horizont (roky 2017, 2018) to podle mých aktuálních odhadů vypadá na dividendu v rozmezí 30 – 35 Kč na akcii (pokud uvažuji 80% výplatní poměr a ČEZ nepřekvapí jeho navýšením), zatímco případná akvizice by mohla indikovat dividendy v rozmezí 40 – 45 Kč na akcii.

Čistě ekonomický pohled tak podle mého názoru vyznívá pozitivně. ČEZ má s provozováním uhelných elektráren, uhelných dolů a vodních elektráren letité zkušenosti, nabízená aktiva jsou velmi podobná těm, které společnost provozuje v České republice. Navíc je zajímavá i geografická poloha elektráren a dolů, které se nacházejí ve východní části Německa, poblíž českých hranic.

I tato akvizice má však své otazníky a rizika. Tím hlavním rizikem je to, že v současnosti není zcela jasné, jak dlouhou dobu budou ještě uhelné elektrárny v Německu fungovat. Na základě vývoje z posledních let je zřejmé, že německá energetická koncepce se bude stále více opírat o obnovitelné zdroje energie a že „špinavé“ zdroje, kvůli cílům snižovat emise CO₂, budou pod větším tlakem německých politiků. V souvislosti s plánovaným postupným odstavováním německých jaderných elektráren sice nehrozí uzavření veškerých uhelných elektráren z roku na rok, nicméně doposud německými politiky není stanoven „jízdni řád“ postupného uzavírání dalších „špinavých“ zdrojů. Management ČEZu tak v současnosti nemá jasno, jak dlouhou dobu budou uhelné elektrárny Vattenfallu v provozu. Tato otázka bude jistě předmětem dalších jednání mezi představiteli ČEZu, Vattenfallu, německými politiky a úřady.

I přes aktuální nejasnosti ohledně budoucího uzavírání německých uhelných elektráren shledávám jako více pravděpodobné, že ČEZ v nejbližších dnech podá indikativní (nezávaznou) nabídku na aktiva Vattenfallu, aby tak získal další prostor detailně prozkoumat nabízená aktiva a další prostor k jednání o budoucnosti německé uhelné energetiky. Závazné nabídky jsou pak očekávány v průběhu jara příštího roku a tendr by podle Vattenfallu měl být dokončen do poloviny příštího roku.

Za jakou cenu by mohla být aktiva Vattenfallu prodána? Je zajímavé zmínit aktuální transakci mezi tuzemským energetickým holdingem EPH a italským Enelem, v rámci které EPH kupuje od Enelu 66% podíl ve Slovenských elektrárnách za 20,25 mld. Kč. To oceňuje celou společnost Slovenské elektrárne, včetně čistého dluhu, na cca 73 mld. Kč. Vzhledem k tomu, že loňský EBITDA zisk Slovenských elektráren činil 531 mil. EUR (cca 14,3 mld. Kč), pak celá transakce proběhla za 5,1x násobek EV/EBITDA. Aktuální indikace z trhu hovoří o tom, že enterprise value (EV) nabízených uhelných aktiv Vattenfallu by se mohla pohybovat kolem 2,5 mld. EUR (cca 67,5 mld. Kč). To, vzhledem k mnou odhadovanému EBITDA zisku těchto aktiv kolem 15 mld. Kč, indikuje cca 4,5x násobek EV/EBITDA. Průměrná EV/EBITDA západoevropských energetických společností se pohybuje na úrovni 5,5x, EV/EBITDA ČEZu je na úrovni 5,2x (obě hodnoty jsou za rok 2015). Na základě tohoto srovnání je tedy patrný určitý diskont nabízených aktiv Vattenfallu vůči sektoru, což je podle mého názoru v pořádku, když nákup aktiv v sobě zahrnuje rizika související s nejistou budoucností německé uhelné energetiky. Jak velký diskont by vůči sektoru nakonec měl být, je otázkou. To ukážou následující měsíce, kdy budou probíhat detailní jednání mezi zájemci o daná aktiva a představiteli Vattenfallu.