

Rozdělení ČEZu a výstavba nových jaderných bloků

Problematika výstavby nových jaderných bloků je v České republice dlouhodobým tématem. Před lety se nejdříve vážně uvažovalo o rozšíření Temelína o další dva bloky, byl již dokonce vypsan tendr na dodavatele stavby, jenž byl však posléze kvůli nepříznivým podmínkám na energetických trzích (tedy především kvůli nízkým cenám elektřiny) zrušen v roce 2014. Téma výstavby nových jaderných bloků však v ČR z různých důvodů rezonuje i nadále. Konec životnosti Dukovan kolem roku 2035, postupné dosluhování starších uhelných elektráren či otázky nad budoucí schopností obnovitelných zdrojů nahrazovat konvenční zdroje. To vše jsou faktory, které nutí vládní představitele, management ČEZu nebo další odbornou veřejnost stále přemýšlet o budoucím využití jádra v našem energetickém mixu.

Úvahy o výstavbě jaderných bloků (nejvíce se hovoří o jednom bloku v Dukovanech a jednom bloku v Temelíně) samozřejmě „hýbou“ celým ČEZem. Tuzemský energetický gigant se k výstavbě jádra staví již delší čas spíše rezervovaně. Důvodem jsou především stále (i přes určité zotavování) nízké ceny silové elektřiny. Ceny poblíž 35 EUR/MWh totiž nenabízejí (při značných investičních výdajích, jenž se mohou podle našeho názoru pohybovat i kolem 150 – 200 mld. Kč na jeden 1000 MW blok) ekonomickou návratnost. A ČEZ jakožto společnost, ve které drží cca 30% podíl soukromí investoři, musí brát v potaz rizika spojená se stavbou a celkovou ekonomickou výhodností projektu. ČEZ se sice alespoň navenek snaží držet vládní linie hovořící o budoucí potřebě jaderných zdrojů, nicméně jsou tady privátní investoři, kteří by mohli případnou investici do jádra napadnout z důvodu existence ekonomických rizik. Proto management ČEZu vždy akcentoval určité zapojení státu ohledně investice do jádra. Podle našeho odhadu by se o investici do nových bloků dalo uvažovat na komerční bázi (tedy bez státní podpory) minimálně při cenách 70 EUR/MWh. A takovéto ceny se z dnešního pohledu jeví, byť ve střednědobém horizontu by se dle našeho soudu měly více prosazovat faktory podporující ceny elektřiny (jako např. reforma trhu s emisními povolenkami či odstavování německých jaderných elektráren), jako nepříliš reálné.

A tak se nalézaly a nadále nalézají způsoby, jak by polostátní ČEZ mohl realizovat výstavbu jaderné elektrárny, aniž by byli poškozeni minoritní akcionáři. Např. varianta garantovaných cen (domníváme se, že by musely být posazeny minimálně na výše zmíněné úrovni 70 EUR/MWh, tedy výrazně nad aktuálními tržními cenami), která se ČEZu zamlouvala, však nenacházela podporu u vládních představitelů.

V letošním roce se začaly objevovat názory týkající se rozdělení ČEZu. Tyto úvahy v posledních dnech zintenzivnily s tím, že možnou variantou je dělení ČEZu na řekněme konvenční část, jenž by obsahovala jaderné a uhelné elektrárny, a regulovanou část, která by se skládala z distribuce, prodeje a obnovitelných zdrojů. Jak jsme již informovali, v konvenční části ČEZu bude mít stát pravděpodobně zájem odkoupit od minoritních akcionářů 30% podíl a získat nad společností plnou kontrolu. Poté by se mohl postupně věnovat projektu výstavby jádra. Naopak v regulované části bude mít zřejmě stát zájem odprodat buď celý svůj 70% podíl či jeho větší část.

Jaká je provozní výkonnost těchto dvou částí a jak lze nahlížet na jejich hodnotu? Zejména vlivem poklesu tržních (silových) cen elektřiny z posledních let regulovaná část postupně získávala výraznější podíl na celkových

výsledcích ČEZu a za rok 2016 již generovala polovinu provozního zisku EBITDA, konkrétně 29 mld. Kč. Distribuční byznys je obecně charakterizován jako poměrně stabilní, relativně imunní vůči výkyvům na energetických trzích. Tomu odpovídají i násobky, za které se na burzách obchodují energetiky (utility) se zaměřením na tento byznys, jenž se převážně pohybuje v intervalu 8 – 10x násobku EV/EBITDA. Optikou těchto násobků by se enterprise value (EV) regulované části ČEZu mohla klidně pohybovat alespoň kolem úrovně 260 mld. Kč. Celý ČEZ podle naší cílové ceny ohodnocujeme na úrovni 516 Kč na akcii, což znamená jeho EV ve výši 407 mld. Kč. To indikuje EV konvenční části ve výši cca 147 mld. Kč. Předpokládáme, že čistý dluh ČEZu by se na konci letošního roku mohl pohybovat poblíž 130 mld. Kč. Pokud bychom přijmuli předpoklad, že čistý dluh ČEZu by byl rozdělen rovnoměrně mezi obě části, pak hodnota (equity value) regulované části by se mohla pohybovat blízko hranice 200 mld. Kč (cca 370 Kč na akcii) a hodnota konvenční části kolem úrovně 80 mld. Kč (cca 150 Kč na akcii).

Podle nedávných agenturních informací vláda údajně kalkuluje, že její výnos z výše naznačeného rozdělení ČEZu by mohl činit kolem 100 mld. Kč. Podle námi výše nastíněného ocenění tato suma vyznívá realisticky, za předpokladu, že by stát prodal v regulované části alespoň 60% podíl. Potenciální výnos z transformace (rozdělení) ČEZu ve výši cca 100 mld. Kč pak pro stát přináší zajímavý finanční zdroj pro výstavbu jednoho jaderného bloku.

Situace kolem ČEZu bude jistě v následujících měsících sledovanou záležitostí. Úvahy o rozdělení jsou na stole, a byť je to zatím nejspíše ve fázi úvodního rozpracování a navíc se v říjnu konají parlamentní volby, které mohou situaci kolem společnosti klidně posunout jiným směrem, tak se v tuto chvíli zdá, že by rozdělení mohlo představovat jednu z reálných variant, jak se postavit k budoucí uvažované výstavbě nových jaderných bloků. Jak jsme již v úvodu týdne komentovali, rozdělení ČEZu vnímáme pozitivně pro akcie ČEZ, když investoři by podle našeho názoru měli vnímat příznivě jak odpadnutí rizika spojeného s výstavbou jaderných bloků, tak stabilitu distribučního byznysu s potenciálem atraktivní dividendové politiky. Ostatně akcie ČEZ za poslední týden, tedy od zveřejnění zprávy o možném rozdělení společnosti, posílily o zhruba dvě procenta.