

ČEZ – shrnutí roku 2017 a výhled na rok 2018

Akcii energetické společnosti ČEZ se v uplynulém roce dařilo a poprvé od roku 2014 vykázaly meziroční růst. Posílily o 15,5 % na úroveň 496,50 Kč a téměř tak kopírovaly vývoj na indexu PX, který za rok 2017 přidal 17 %.

Akcie ČEZu byly v roce 2017 podporovány především **rostoucími tržními cenami elektřiny a solidními výsledky hospodaření**. Ceny elektřiny se zotavovaly již od začátku roku 2016, kdy dosahovaly svých historických minim kolem 20 EUR/MWh a na konci roku 2016 se roční a dvouleté kontrakty na německé energetické burze dostávaly až k úrovním 31 – 35 EUR/MWh. Po mírné korekci v úvodu loňského roku, kdy elektřina atakovala úroveň kolem 28 EUR, přišla od května další výraznější pozitivní vlna, v rámci které roční kontrakt posílil o 30 % na téměř 38 EUR vykázaných na konci roku 2017. Dvouletý kontrakt pak za stejné období přidal dokonce 37 % na cca 37 EUR. **Cena elektřiny se tak na konci loňského roku dostala na čtyřletá maxima a nesla se zejména na vlně rostoucích cen uhlí a cen emisních povolenek.**

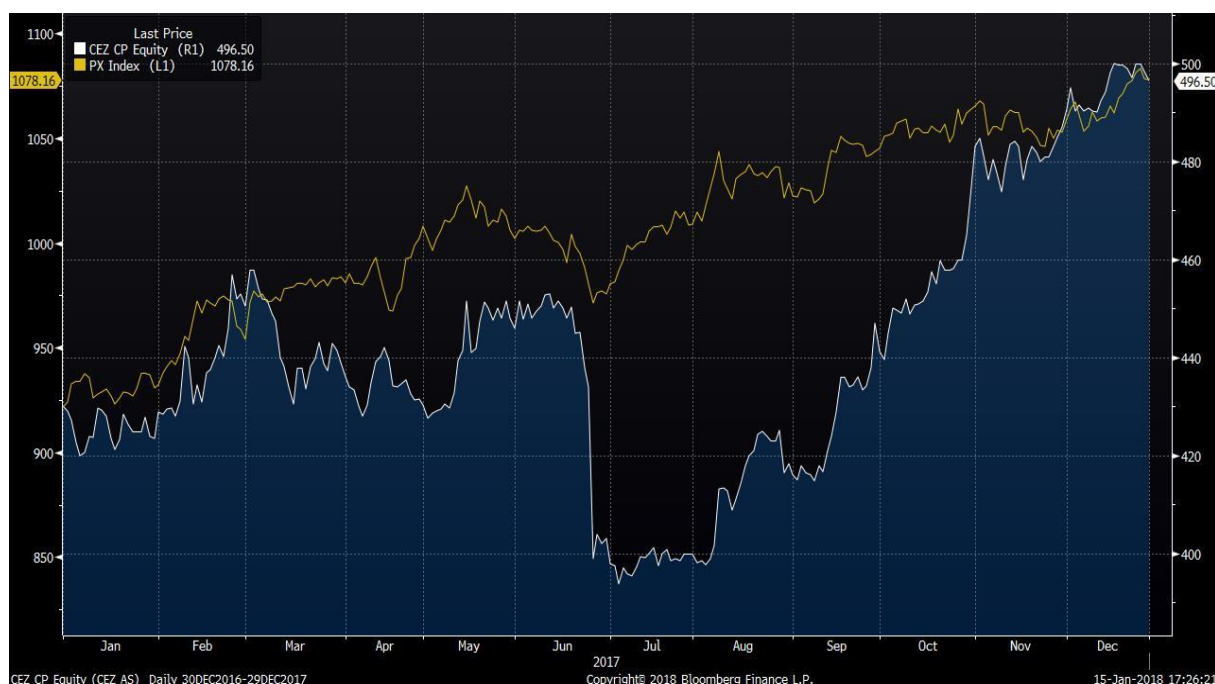
Černé energetické uhlí totiž navázalo na příznivý vývoj z roku 2016 a vykazovalo zisky i loni, když podporou byla především stále silná čínská poptávka po této komoditě. Referenční kontrakt pro západoevropský trh (uhlí ARA) tak za rok 2017 posílil o 27 % k 90ti dolarové hranici a dostal se na čtyřapůlletá maxima. Výraznější zotavení se konalo i na emisních povolenkách, které z květnových minim kolem 4,4 EUR vzrostly ke konci roku 2017 až k hranici 8,2 EUR, což byly nejvyšší hodnoty od začátku roku 2016. **Ceny povolenek pozitivně reagovaly na jednání na půdě EU ohledně reformy trhu s emisemi (EU ETS).** Finální podzimní vyjednávání na bázi tzv. dialogu, tzn. mezi představiteli Evropského parlamentu, Evropské komise a Rady EU v podstatě potvrdily snahy o výraznější reformu systému EU ETS s cílem především omezovat přebytky povolenek na trhu a podpořit tak jejich cenu.

Vedle zásadního fundamentální faktoru v podobě cen elektřiny se na loňském příznivém vývoji akcií ČEZ podílely i poměrně slušné výsledky hospodaření společnosti. ČEZ za prvních devět měsíců loňského roku představil ziskovost, která nejenže neklamala, ale zejména v prvním pololetí překonala jak naše odhady, tak očekávání trhu. **Podporou provozního hospodaření byla vyšší výroba z jaderných elektráren,** která podle již zveřejněných čísel za rok 2017 stoupla o 17,7 % y/y na 28,4 TWh. Tento výrazný nárůst byl způsoben především nízkou srovnávací základnou, když rok 2016 byl silně zasažen neplánovanými odstávkami jak na Dukovanech, tak Temelíně s celkovou produkcí pouze ve výši 24,1 TWh. Tahounem loňské výroby byl Temelín, jenž se svými 16,5 TWh dosáhl rekordu. V elektrárně Dukovany i loni probíhaly prodloužené odstávky a to zejména kvůli stále probíhajícím kontrolám svarů a licenčnímu procesu. Výroba tak meziročně stagnovala na úrovni 11,9 TWh. Nicméně delší odstávky byly, na rozdíl od let 2015 a 2016, dopředu plánované a proto výroba z Dukovan loni probíhala bez překvapení.

Nad očekávání dobře se podle našeho názoru v loňském roce vyvíjela tuzemská distribuce. Původně předpokládané nepříznivé technické vlivy v podobě korekčních faktorů a narovnání objemu nevyfakturované elektřiny byly v průběhu roku 2017 kompenzovány rostoucími objemy distribuované elektřiny, když příznivý

vývoj české ekonomiky vytvářel tlak na růst spotřeby elektřiny. Loňská EBITDA z tuzemské distribuce by tak nemusela klesnout k 16 mld. Kč, ale mohla by se podle našich odhadů pohybovat poblíž 17 mld. Kč vykázaných v roce 2016. Vedle výše uvedených vlivů se do provozní ziskovosti dále pozitivně projeví dohody o narovnání se Sokolovskou uhelnou (+0,7 mld. Kč do segmentu tuzemská výroba) a bulharskou energetickou společností NEK (+0,4 mld. Kč do segmentu bulharského prodeje) a mírně lépe než jsme očekávali si v první polovině roku 2017 vedla díky úsporným opatřením rumunská distribuce. **Solidní výsledky v průběhu loňského roku realizoval rovněž tuzemský segment prodeje, který je podporován hlavně příznivými výsledky v prodeji zemního plynu, když objemy prodeje této komodity vykazovaly meziroční nárůsty o desítky procent.**

Management ČEZu na výše uvedený příznivý vývoj hospodaření reagoval **navýšením výhledu EBITDA, resp. očištěného čistého zisku za rok 2017 o 1 mld. Kč na 53 mld. Kč, resp. o 2 mld. Kč na 19 mld. Kč.** Komplikace v soudním sporu se Správou železniční dopravní cesty (SŽDC) pak posléze v listopadu **vedly k návratu výhledu EBITDA na 52 mld. Kč, nicméně výhled očištěného čistého zisku byl ponechán na 19 mld. Kč,** když odpisy a nákladové úroky by nakonec měly být kvůli pozdějšímu uvedení nové uhelné elektrárny Ledvice do majetku nižší než se původně předpokládalo. Za rok 2017 by tak podle prognózy managementu ČEZu mělo dojít k meziročnímu poklesu EBITDA o 10,5 % na 52 mld. Kč a k mírnému snížení očištěného čistého zisku o 3,1 % na 19 mld. Kč. Naše predikce provozní ziskovosti je mírně optimističtější, když výše naznačené solidní výsledky hospodaření z průběhu roku by mohly vést k EBITDA poblíž 52,7 mld. Kč. Dosažení managementem stanoveného výhledu čistého ziskovosti poblíž 19 mld. Kč pak považujeme za reálné a máme na tuto predikci podobný náhled.



zdroj: Bloomberg

Výhled na rok 2018

Stěžejním faktorem letošního roku je, že poprvé od roku 2013 lze očekávat téměř meziročně stabilní realizační (prodejní) ceny elektřiny. Výše naznačené zotavování cen elektřiny na energetických burzách tak zapříčiní, že po letech výrazných poklesů by ČEZ měl ze svých elektráren **prodávat silovou elektřinu za ceny velmi blízko loňským 31 EUR/MWh.** To bude zásadní stabilizační prvek do provozního hospodaření společnosti, letošní EBITDA by tak podle našich odhadů neměla zaznamenat výraznější meziroční změnu.

Další podstatnější prvek v letošním hospodaření sledujeme v produkci jaderných elektráren. I přes loňský výrazný meziroční nárůst výroby očekáváme letos další navýšení. Příčinou by se o to měla elektrárna Dukovany, jejíž loňská produkce, jak uvádíme výše, dosahovala stále podprůměrných hodnot. V letošním roce by už neměly být překážkou loňské prodloužené odstávky, pro rok 2018 již ČEZ plánuje odstávky na všech čtyřech dukovanských blocích ve standardním módu kolem dvou měsíců. To indikuje letošní produkci Dukovan minimálně na úrovni 15 TWh (+26 % y/y). Spolu s Temelínem, jehož výrobu rovněž letos očekáváme ve standardním režimu, by tak **celková produkce z jádra měla dosáhnout alespoň 30 TWh. V silách ČEZu by však podle našeho názoru mohla být výroba i poblíž 31 TWh (+9 % y/y)**, potenciál jaderných elektráren (za předpokladu bezproblémového provozu) vidíme dokonce u hranice 32 TWh. Výroba z jádra je pro ČEZ díky nízkým provozním nákladům velmi profitabilní (výrobní náklady by se měly pohybovat poblíž 10 EUR/MWh), přírůstky produkce tak tvoří výrazné příspěvky do ziskovosti společnosti. **Od předpokládaného meziročního růstu výroby z jádra tak predikujeme příspěvek do letošní EBITDA v rozmezí 1 – 1,5 mld. Kč.**

Letošní provozní ziskovost by měla být podporována rovněž uhelnou elektrárnou Ledvice. Komerční spuštění, resp. zařazení této elektrárny do majetku se několikrát v průběhu posledních let kvůli technickým problémům odkládalo. K zařazení do majetku nakonec došlo v polovině loňského listopadu, elektrárna Ledvice by tak měla přecházet z režimu testovacího do režimu komerčního a v roce 2018 již očekáváme její plný příspěvek do hospodaření ČEZu. **Roční produkci Ledvic s instalovaným výkonem 660 MW odhadujeme kolem 4,3 TWh a do EBITDA by mohla ročně přinášet cca 1,5 mld. Kč.** Kombinace očekávaného navýšení produkce z jádra a plného zapojení Ledvic by měla být hlavním impulsem do letošní výroby elektřiny, kterou predikujeme výše o zhruba 5 % y/y na úrovni kolem 67,5 TWh. **Výroba elektřiny tak podle našeho názoru bude zásadním pozitivním faktorem do letošních výsledků hospodaření.**

Do letošní provozní ziskovosti by již měla více promlouvat **loňská akvizice německé společnosti Elevion** zaměřující se na segment energetických služeb. Touto akvizicí ČEZ poměrně významně rozšiřuje své podnikání v tomto segmentu, když doposud byly realizovány aktivity v tomto směru zejména v ČR, což přinášelo do tržeb, resp. EBITDA cca 5 mld. Kč, resp. 0,3 mld. Kč ročně. Akvizicí Elevionu ČEZ získává pro rok 2018 potenciální příspěvek do tržeb kolem 7 – 8 mld. Kč a do EBITDA v rozmezí nižších stovek milionů korun až půl miliardy korun. Elevion tak bude letos patřit mezi přispěvatele do ziskovosti, byť k těm menším. I přes zvyšující se aktivitu ČEZu v odvětví energetických služeb to totiž stále bude v kontextu celkového hospodaření společnosti doplňkový byznys, byť zvyšující se poptávka po energetické efektivnosti a účinnosti vytváří do budoucna z tohoto segmentu perspektivní obor, jehož příspěvek do EBITDA by podle našich odhadů mohl v horizontu dvou let překročit 1 mld. Kč.

Na druhou stranu je potřeba počítat se zvyšujícími se náklady na emisní povolenky, když od roku 2013 se ČEZu postupně snižuje podíl povolenek získávaných zdarma s námi předpokládaným negativním dopadem do provozních nákladů v rozmezí 1 – 1,5 mld. Kč. **Nákladová strana bude zřejmě o něco více zatížena i rostoucími osobními náklady.** Dobrá kondice české ekonomiky vytváří tlaky na růst mezd, ČEZ již oznámil, že pro letošní rok v průměru zvedá platy o 4,3 %. Domníváme se, že v celkovém kontextu příznivé vlivy mírně převáží nad negativními faktory. **EBITDA zisk za rok 2018 tak predikujeme poblíž úrovně 54 mld. Kč, což znamená mírný cca 3% meziroční růst.**

Jiná situace bude zřejmě na úrovni očištěného čistého zisku. Rok 2017 byl totiž pozitivně ovlivněn jednorázovými zisky ve výši 4,6 mld. Kč, resp. 1,1 mld. Kč plynoucí z transakce s akciemi a dluhopisy MOL, resp. z prodeje bytů (nemovitostí). S těmito zisky již letos nelze počítat. Dále pro letošní rok predikujeme nárůst odpisů (cca +2,5 mld. Kč) a nákladových úroků (cca +1,4 mld. Kč), a to v souvislosti se zařazením elektrárny Ledvice do majetku a se zahájením jejího odepisování. Tyto vlivy pak podle naší predikce posouvají **očištěný čistý zisk za rok 2018 k úrovni 12 mld. Kč, což znamená meziroční pokles o zhruba 37 %.**

V případě letošní dividendy neočekáváme změnu oproti loňskému roku. Očekávaný očištěný čistý zisk za rok 2017 ve výši cca 19 mld. Kč a námi předpokládaný neměnný dividendový výplatní poměr poblíž 90 % indikuje **dividendu vyplacenou v letošním roce ve výši 33 Kč na akcii** či velmi blízko této úrovně. Vzhledem k aktuální ceně akcie to znamená stále slušný **6,5% dividendový výnos.**

V letošním roce budou investoři zcela jistě dále sledovat vývoj ohledně potenciálního prodeje bulharských aktiv. Již loni na podzim ČEZ prodal černouhelnou elektrárnu Varna (cena doposud nebyla zveřejněna, spekuluje se o ceně 1,3 mld. Kč), o prodeji větší a hodnotnější části bulharského majetku, kam patří zejména distribuce, se stále jedná. Proces prodeje je zřejmě ve finální fázi, když management ČEZu nedávno naznačil, že vede exkluzivní jednání s jedním zájemcem. Případný prodej bulharské distribuce by znamenal poměrně významný hotovostní příjem, když dle tržních spekulací se nabídky mohou pohybovat v intervalu 8 – 9 mld. Kč, což bychom vzhledem k ziskovosti těchto aktiv a se zohledněním rizik spojených s poměrně nestabilním regulačním prostředím považovali za vcelku adekvátní úroveň.

Žhavým tématem roku 2018 budou také diskuse ohledně potenciální výstavby nových jaderných bloků a s tím související varianty možného financování stavby. Hovoří se o tom, že první závěry ohledně financování stavby by měly přicházet v 1Q 2018 a následně je v plánu zahájit tendr na dodavatele stavby. Situace je však s ohledem na to, že 30% podíl v ČEZu drží soukromí investoři, komplikovaná. Za současných tržních cen elektřiny je stavba nové jaderné elektrárny nerentabilní a ČEZ to musí, v kontextu existence minoritních akcionářů, brát v potaz a tudíž již delší čas dává najevo, že nemá zájem financovat stavbu z vlastních zdrojů. Na druhé straně je stát (držící v ČEZu 70% podíl), jenž v rámci své dlouhodobé energetické koncepce s jadernou energetikou počítá, a to s ohledem na zajištění energetické bezpečnosti země.

V rámci dosažení kompromisu se tak hledají různé varianty, jak nové jaderné bloky postavit. Vedle přímé podpory ČEZu prostřednictvím např. garantovaných cen elektřiny nebo vyčlenění jaderných rozvojových aktivit do společnosti, v níž by stát získal 100% podíl, je na stole i **varianta transformace ČEZu, tedy jeho rozdělení.** Varianty dělení se na půdě ČEZu analyzují, jeden z možných scénářů je zřejmě „německý model“, kdy by se společnost mohla rozdělit na konvenční část (tedy klasická energetika - jaderné a uhelné elektrárny) a regulovanou část (distribuce a prodej, obnovitelné zdroje, energetické služby). V konvenční části by pak stát mohl mít zájem získat 100% kontrolu a tedy odkoupit 30% podíl od minoritních akcionářů a v regulované části by naopak mohl část svého 70% podílu prodat. Vzhledem k případné výstavbě nových jaderných bloků bychom takové dělení ČEZu považovali za elegantní řešení a investoři by ho podle našeho názoru hodnotili příznivě.

Na akcie ČEZu máme nadále pozitivní náhled. V naší poslední analýze z konce listopadu jsme potvrdili nákupní doporučení a zvýšili cílovou cenu z 516 Kč na 556 Kč.