

ČEZ – shrnutí roku 2018 a výhled na rok 2019

Akcíím energetické společnosti ČEZ se v uplynulém roce dařilo, **posílily o 7,8 % na hladinu 535 Kč a zaznamenaly tak druhý meziroční růst v řadě**. Pomineme-li akcie technologické firmy Avast, které vstoupily na pražskou burzu až v květnu a do konce roku 2018 pak vzrostly o 20,7 %, tak akcie ČEZu byly jediným růstovým titulem na tuzemském kapitálovém trhu. **Výrazně tak převýšily výkonnost celého domácího trhu, když index PX za rok 2018 oslabil o 8,5 %**.

Akcie ČEZu i v loňském roce těžily z příznivého fundamentu na energetických trzích a **nesly se na vlně silně rostoucích cen elektřiny, které byly podporovány jak zvyšujícími se cenami černého energetického uhlí, tak především výrazným zotavením cen emisních povolenek**. Ceny uhlí na světových trzích profitovaly ze stále relativně silné asijské poptávky, ať už se na tom podílely rostoucí importy do Číny, Indie či Japonska. Vyskytly se rovněž určité problémy i na nabídkové straně, jako např. regulatorní omezení exportů z Indonésie nebo problémy s jihoafrickými dodávkami kvůli omezením v oblasti infrastruktury. Západoevropský referenční kontrakt, uhlí ARA, pak v průběhu loňského roku atakoval hranici 100 dolarů, čímž se dostával na nejvyšší úroveň od počátku roku 2013.

Samostatnou kapitolou byl vývoj emisních povolenek, které v roce 2018 předvedly **rapidní vzestup z úrovní 7 – 8 EUR za tunu vypuštěných emisí oxidu uhličitého až k hladině poblíž 25 EUR**, což znamenalo sedmiletá maxima. Lze tedy říci, že až v průběhu loňského roku začal trh výrazněji reflektovat již dříve chystané a posléze schválené reformy systému obchodování s emisními povolenkami. Základním pilířem reformy je od roku 2019 vznikající tržní stabilizační rezerva, jejíž primárním účelem je omezování přebytečných povolenek na trhu s cílem vytvářet tlak na růst jejich ceny. Na výše zmíněný příznivý vývoj cen uhlí a emisních povolenek dokázaly významně reagovat tržní ceny silové elektřiny, které v průběhu loňského roku rostly napříč forwardovými kontrakty a navázaly tak na pozitivní trend započatý již na počátku 2016. Konkrétně, roční kontrakt se na německé energetické burze dostával až **k úrovním 55 – 57 EUR/MWh, atakoval sedmiletá maxima a ve srovnání s 1Q 2018 přidal výrazných 70 %**. Dvoutleté a tříleté kontrakty se pak v průběhu roku 2018 vyšplhaly k cenám poblíž 48 – 50 EUR, od jarních minim posílily o zhruba 50 % a dostaly se nejvýše od roku 2012.

Pro samotné loňské hospodaření ČEZu byly stěžejním faktorem poprvé **od roku 2013 víceméně stabilní realizační ceny elektřiny**, když společnost prodávala silovou elektřinu z většiny svých zdrojů v průměru za 31,5 EUR, zatímco v roce 2017 to bylo za cca 31 EUR/MWh. Vytvořily se tak základní podmínky k tomu, aby provozní hospodaření ČEZu, které od roku 2014 pod vlivem tehdejšího dlouhodobého negativního trendu na velkoobchodním trhu s elektřinou výrazněji ztrácelo, zaznamenalo za rok 2018 podstatně stabilnější úroveň. To se také víceméně naplňuje, když ČEZ vstupoval do loňského roku **s výhledem zisku EBITDA v rozmezí 51 – 53 mld. Kč**, zatímco v roce 2017 společnost realizovala provozní ziskovost ve výši 53,9 mld. Kč. Naše první odhady EBITDA na rok 2018 se pohybovaly v blízkosti 54 mld. Kč. Zejména slabší výroba elektřiny než jsme původně prognózovali, ale rovněž i nižší než námi původně předpokládaná ziskovost rumunských větrných parků z důvodu nižší podpory OZE, posunula naši predikci k 52 mld. Kč.

Pokud blíže rozebereme produkci, tak jsme reagovali hlavně na slabší výrobu z tuzemských uhelných elektráren z první poloviny loňského roku, kdy negativně působily především neplánované výpadky na jedné z páteřních elektráren v Prunéřově. To nakonec pravděpodobně srazí celoroční produkci elektřiny z českého uhlí meziročně níže o 3 % k úrovním poblíž 24,8 TWh, zatímco původní odhady ČEZu hovořily o 3% růstu na 26,4 TWh a náš první odhad na rok 2018 byl dokonce posazen do intervalu 27 – 28 TWh. Přeci jen mírně příznivěji jsme nahlíželi rovněž na produkci z jaderných elektráren. Zatímco naše původní indikace na rok 2018 směřovaly alespoň k hladině 30,5 TWh, ideálně i blíže k 31 TWh, tak ČEZ nakonec za uplynulý rok vyrobil 29,9 TWh (+5,7 % y/y). I když tento objem lze hodnotit jako solidní a společnost se po velkých problémech z let 2015 a 2016 postupně vrací ke standardním objemům výroby, tak stejně se ČEZ loni nevyhnul několika menším neplánovaným odstávkám na Dukovanech a tedy potenciál jaderných elektráren nemohl být využit naplno.

V listopadu pak ještě management ČEZu překvapivě mírně zkorigoval výhled EBITDA za rok 2018 na 50 – 51 mld. Kč poté, co ve své aktualizované prognóze reflektoval zejména nižší výrobu v uhelných elektrárnách a rovněž nerealizaci dříve očekávaného mimořádného příjmu plynoucího ze soudního sporu se Správou železniční dopravní cesty (SŽDC) ve výši 1,3 mld. Kč. Zatímco s nižší výrobou z uhlí jsme již počítali, tak úprava výhledu o potenciální příjem ze sporu se SŽDC nás negativně překvapila. Tento dlouholetý soudní spor se zkomplikoval kvůli zásahu Nejvyššího soudu již na podzim roku 2017 a vzhledem ke složitosti a také kvůli předpokládané časové náročnosti související např. s odvolacími řízeními byla podle našeho názoru realizace mimořádného příjmu ve výši 1,3 mld. Kč v roce 2018 méně pravděpodobná, a proto jsme tuto sumu brali jen jako potenciální příležitost. Naproti tomu ČEZ, jak se ukázalo, to měl pevně zahrnuté ve svém výhledu, byť se to v úvodu loňského roku dle našeho názoru nejevilo jako zřejmé.

Zatímco na provozní úrovni hospodaření jsou již za loňský rok patrné, po letech významnějších poklesů, známky stabilizace, tak výraznější snížení lze ještě očekávat na úrovni čisté ziskovosti. **ČEZ v úvodu roku 2018 prezentoval výhled očištěného čistého zisku v intervalu 12 – 14 mld. Kč, který pak v listopadu mírně vylepšil na 13 – 14 mld. Kč** (zejména kvůli nižším odpisům a mimořádnému výnosu od státu ve výši 0,7 mld. Kč plynoucí z úroků z prodlení v souvislosti s dřívějšími spory ohledně darovací daně z emisních povolenek). Svým prvním odhadem nás ČEZ mírně pozitivně překvapil, když naše původní prognózy čisté ziskovosti na rok 2018 se pohybovaly poblíž 12 mld. Kč, tedy na spodní hraně uvedeného rozpětí. Vylepšení výhledu na 13 – 14 mld. Kč pak bylo v souladu s naším očekáváním posazené na hladinu 13,3 mld. Kč. Pro úplnost, předpokládaný pokles oproti 20,7 mld. Kč vykázaných za rok 2017 je téměř výhradně způsoben absencí předloňských mimořádných pozitivních vlivů v podobě prodeje akcií MOL a prodeje nemovitostí v celkovém objemu 5,6 mld. Kč.



zdroj: Bloomberg

Výhled na rok 2019

Letošní rok by měl podle našeho názoru znamenat zlom ve vývoji hospodaření ČEZu. V prvních loňských predikcích jsme očekávali výraznější zlepšení ziskovosti společnosti až od roku 2020, nicméně nad očekávání příznivý vývoj tržních cen silové elektřiny z průběhu loňského roku velmi pravděpodobně přinese významnější vylepšení hospodaření již v roce 2019.

Zatímco na rok 2018 měl ČEZ díky průběžným předprodejům z minulých let zajištěnu cenu 31,5 EUR a prakticky už nemohl participovat na silném zotavování cen elektřiny na energetických burzách, tak na rok 2019 měla společnost počátkem roku 2018 předprodáno zhruba 60 % elektřiny ze svých výrobních zdrojů, a tudíž expozice na vývoj tržních cen elektřiny byla stále relativně významná. To vytvářelo veškeré předpoklady k tomu, aby v průběhu loňského roku průměrná realizační (prodejní) cena elektřiny na rok 2019 postupně rostla. K tomu nakonec skutečně docházelo, když ke konci října měl ČEZ na letošní rok zajištěnu cenu 35,8 EUR/MWh. Vývoj velkoobchodních cen v listopadu a prosinci pak indikuje, že **společnost by v letošním roce měla prodávat silovou elektřinu za cca 37,5 EUR, což znamená meziroční nárůst o 19 %. Tento příznivý vývoj prodejní ceny elektřiny bude znamenat zcela zásadní pozitivní faktor do letošní ziskovosti, podle našich odhadů by mohl přispěvek do EBITDA činit cca 8 mld. Kč.**

Mezi další, byť již méně významné, příznivé vlivy do hospodaření bude podle našich prvních prognóz patřit vyšší výroba. Jak již uvádíme výše, tak za svým potenciálem stále lehce zaostává produkce z jádra a pak především výroba z tuzemských uhelných elektráren se loni pohybovala pod průměrem. **Posun produkce z Temelína a Dukovan, resp. z českého uhlí alespoň k hladině 30,5 TWh, resp. k úrovni poblíž 26,5 TWh může podle našich odhadů vylepšit letošní EBITDA zisk o cca 1 mld. Kč.**

Proti těmto pozitivním faktorům půjdou podle našeho názoru především **vyšší náklady na emisní povolenky**, když ČEZ každoročně čelí nižšímu přidělu povolenek získávaných zdarma. Samotný loňský rapidní nárůst cen povolenek přes hladinu 20 EUR nicméně nebude mít zásadní a bezprostřední dopad do letošních nákladů společnosti, když s předprodeji elektřiny na několik let dopředu si ČEZ zároveň postupně pořizuje rovněž emisní povolenky. Výsledkem toho je, že průměrná pořizovací cena povolenky na rok 2019 (obsahující i objem povolenek získaných letos zdarma) dosažená na konci loňského října činila pouze 5,7 EUR. Tržní ceny povolenek z loňského listopadu a prosince pak sice ještě můžou finální pořizovací cenu na letošní rok posunout výše k cca 7 EUR, nicméně i tak by **letošní nárůst nákladů na emisní povolenky měl dle našich prognóz činit maximálně 1,5 – 2 mld. Kč.** Vedle toho je potřeba počítat, v souvislosti se stále napjatou situací na tuzemském trhu práce (velmi nízká nezaměstnanost pohybující se kolem 3 %), **s pokračujícími tlaky na růst mzdových nákladů**, nicméně i další předpokládané navýšení v řádu jednotek procent by nemělo vychýlit naši tezi výrazného letošního zlepšení hospodaření společnosti.

Výše zmíněné pozitivní vlivy, v čele se zásadním příspěvkem v podobě vyšších prodejních cen elektřiny, by měly zcela zřetelně převýšit nepříznivé faktory, a proto **v našich prvních odhadech pro letošní rok predikujeme EBITDA v blízkosti 58 mld. Kč** (cca +15 % oproti výhledu ČEZu na rok 2018) **a očištěný čistý zisk kolem úrovně 17,7 mld. Kč** (cca +31 % oproti předpokládanému výsledku za loňský rok).

Jako každý rok bude investory zajímat výše dividendy. V kontextu prakticky stabilního vývoje očištěného čistého zisku za rok 2017 a stanovené dividendové politiky ve výši 60 – 100 % očištěného čistého zisku, byla dividendy vyplacená v roce 2018 relativně dobře predikovatelná a ČEZ bez většího překvapení vyplatil 33 Kč na akcii. Odhad přesné výše letošní dividendy je zastřen větší mírou nejistoty. Prozatím stále platná dividendová politika navázaná na dosažený očištěný čistý zisk předchozího roku (v tomto případě na očekávaný zisk za rok 2018 v rozmezí 13 – 14 mld. Kč), indikuje meziroční pokles dividendy k úrovním 23 – 25 Kč. Podle našeho názoru však management ČEZu nebude mít důvod takto nízkou dividendu navrhnout. Významně zlepšený fundament na velkoobchodních trzích s elektřinou indikující v roce 2019 výraznější výše zmíněný 19% nárůst prodejní ceny silové elektřiny s pozitivním dopadem do letošní ziskovosti, potažmo do provozního cash flow, investiční výdaje (CAPEX) nijak zásadně nevybočující z úrovní obvyklých pro poslední roky, což dle našich odhadů značí free cash flow poblíž 20 mld. Kč, přijatelná míra zadlužení, kterou letos očekáváme poblíž úrovně 2,2x čistý dluh/EBITDA či stále vysoký objem nerozdělených zisků minulých let ve výši 180 - 190 mld. Kč, to vše jsou podle našeho názoru aspekty, které **vytváří natolik silnou likvidní pozici,**

že by mělo být v silách společnosti i v roce 2019 vyplatit dividendu na úrovni 33 Kč na akcii (cca 6% dividendový výnos), tzn. v celkovém objemu cca 17,8 mld. Kč. Věříme tedy, že management ČEZu letos na jaře přehodnotí dosavadní dividendovou politiku navázanou na očištěný čistý zisk s tím, že důraz bude více kladen na vývoj provozního cash flow, resp. free cash flow.

Jedním ze sledovaných témat letošního roku bude problematika prodeje bulharských aktiv. Divestice bulharského byznysu se táhla po celý rok 2018 a dodnes není vyřešena. ČEZ sice již loni v únoru podepsal smlouvu o prodeji svých tamních aktiv se společností Inercom, ale situace se v polovině roku zkomplikovala zamítnutím transakce ze strany bulharského antimonopolního úřadu. ČEZ i Inercom následně podaly správní žaloby proti rozhodnutí. Poté Inercom ve snaze zvrátit rozhodnutí úřadu provedl jistá restrukturalizační opatření a odeslal úřadu druhou žádost o povolení transakce. Podle posledních zpráv se zatím zdá, že žádostí se bulharský antimonopolní úřad zabývat nebude s tím, že vyčká, jak se k celé záležitosti postaví nejvyšší správní soud (slyšení by mělo být letos v květnu). ČEZ na komplikující se situaci reagoval prohlášením, že vstupuje do paralelního jednání o prodeji s firmou India Power, jenž se v tendru umístila na druhém místě. Zároveň však prozatím ponechává v platnosti i smlouvu s Inercomem a poskytuje tak této společnosti více času s ohledem na probíhající soudní spor.

Zatím to nevypadá, že by se situace ohledně prodeje bulharských aktiv, jenž v posledních letech generují do EBITDA zhruba 1,4 mld. Kč ročně, začátkem letošního roku vyřešila. Prodejní cena dohodnutá s Inercomem činí 326 mil. EUR (v přepočtu cca 8,4 mld. Kč), následné vyjednávání s India Power pak může vytvářet tlaky na pokles ceny, nicméně nedomníváme se, že by měla být nějak výrazně odlišná od výše zmíněné úrovně. Na hotovostní příjem v rozmezí 8 – 9 mld. Kč si tak ČEZ zatím bude muset počkat, zda a kdy nakonec dojde k uzavření transakce lze těžko předjímat. Dopad prodeje do čistého zisku odhadujeme v rozmezí 1,5 – 2 mld. Kč, divestice bulharských aktiv tak může znamenat příležitost k vylepšení letošní čisté ziskovosti.

Téma potenciální výstavby nového jaderného bloku, jejího financování a s tím související možná transformace ČEZu, by mělo rezonovat i v letošním roce. Zda bude dosaženo nějakého závěru lze však těžko předvídat. Problematika je výrazněji diskutována již od roku 2017, první závěry dle dřívějších plánů měly být na stole už v průběhu jarních měsíců roku 2018. Poté, i kvůli průtahům se sestavováním nové vlády, byl termín finálního rozhodnutí stanoven na konec loňského roku. I tento termín byl nakonec opuštěn a další konkrétní datum prozatím nebylo stanoveno.

Zda bude prosazena varianta výstavby pod přímým vlivem státu, která by se uskutečnila prostřednictvím dělení ČEZu na konvenční a regulovanou část (po vzoru Německa) či prostřednictvím jiné transformace společnosti, nebo dojde k výstavbě na současném akcionářském půdorysu ČEZu (70 % stát a 30 % minoritní akcionáři) při použití podpůrného schématu garantovaných cen elektřiny (tzv. contract for difference), či bude nastoleno jiné řešení, si budeme muset počkat. Zatímco v roce 2017 nebo ještě začátkem loňského roku se z různých vyjádření zdálo, že preferovanou variantou by mohlo být dělení ČEZu, tak vyjádření zejména vládních představitelů z posledních měsíců nejsou příliš konkrétní a nevnáší do dané problematiky jasno. Objevují se i názory, že by měl stavbu nového bloku realizovat samotný ČEZ, jenž by ručil svým majetkem, přičemž stát by figuroval až jako druhý poskytovatel záruk. To by de facto znamenalo plné zapojení minoritních akcionářů do tohoto náročného a rizikového projektu.

Otázek ohledně projektu stavby nového bloku je tedy mnoho a stále nejsou vyřešeny. Zatím nepadlo ani pevné rozhodnutí, zda se nový blok skutečně začne stavět. Již delší čas situaci vnímáme tak, že nejelegantnějším řešením by bylo rozdělení ČEZu, resp. se domníváme, že případná výstavba nakonec spadne pod vliv státu. Zapojení minoritních akcionářů bude totiž dle našeho názoru složité, těžko průchodné z důvodu hrozby možných žalob z jejich strany.

Náš fundamentální pohled na akcie ČEZu neměníme. Vzhledem k naší cílové ceně 696 Kč hodnotíme tento akciový titul jako podhodnocený a potvrzujeme nákupní doporučení.