

ČEZ – shrnutí roku 2019 a výhled na rok 2020

Akcíím energetické společnosti ČEZ se v uplynulém roce nedařilo, **oslabily o 4,8 % na hladinu 509,50 Kč a patřily mezi nejslabší tituly na tuzemském kapitálovém trhu**. Po dvou předchozích růstech z let 2017 a 2018 tak přichází meziroční pokles. Akcie ČEZu výrazně zaostaly za výkonností pražské burzy, která v roce 2019 posílila o slušných 13,1 %. Celkovou bilanci alespoň částečně vylepšuje cca 4,7% dividendový výnos, po jehož přičtení tento energetický titul zaznamenal za loňský rok stagnaci.

Přítom fundamentální pohled skrze vývoj hospodaření společnosti je příznivý a tudíž nevidíme pádné důvody, proč by se akcie ČEZu měly pohybovat na aktuálních relativně nízkých úrovních. **Ziskovost ČEZu po letech poklesů výrazněji otáčí směr. Poté, co hospodářské výsledky v roce 2018 dosáhly pomyslného dna, se v uplynulém roce začaly zřetelněji zlepšovat**. V roce 2019 se totiž do zisků ČEZu začala poprvé ve významné míře projevovat změna trendu ve vývoji tržních cen silové elektřiny, která nastala počátkem roku 2016. Tehdejší odraz cen elektřiny na energetických burzách z úrovní poblíž 20 EUR/MWh k hranici 30 – 35 EUR nejprve pomohl ČEZu zastabilizovat jeho realizační ceny elektřiny do rozmezí 31 – 31,5 EUR (baseload), za které prodával v letech 2017 a 2018. Následné další, tentokrát však ještě razantnější, zotavení tržních cen elektřiny z průběhu roku 2018 až k úrovním přesahujícím 55 EUR/MWh pak způsobilo, že ČEZ si postupně prostřednictvím svého systému předprodejí zajistil **na rok 2019 průměrnou prodejní cenu silové elektřiny v blízkosti 37 EUR (baseload). Včetně zatížení ve špičkách (peakload) by se pak finální loňská průměrná realizační cena vyrobené elektřiny měla dle posledních upřesnění samotného ČEZu pohybovat ve výši 38 EUR/MWh** (kvůli poklesu tržních cen ze závěru loňského roku došlo k mírné úpravě směrem dolů z původně očekávaných 39 EUR).

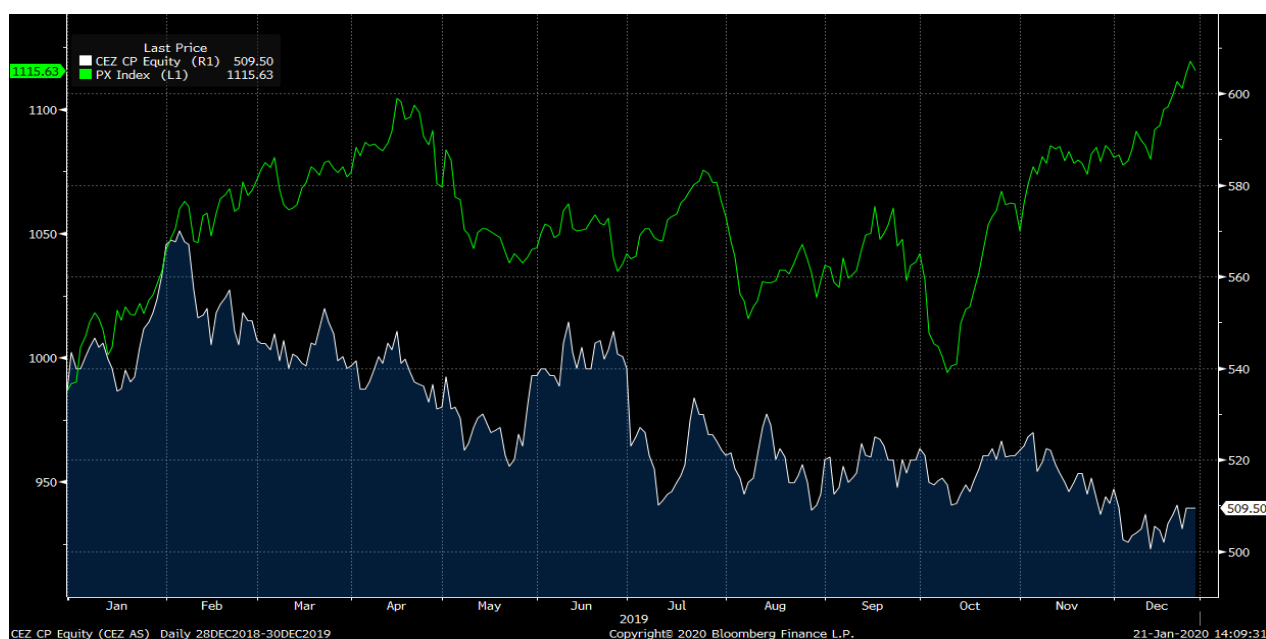
ČEZ tak s cca 17% meziročním nárůstem zajištěné prodejní ceny silové elektřiny vyhlížel do roku 2019 optimisticky, když výhled provozního zisku EBITDA, resp. očištěného čistého zisku stanovil **do intervalu 57 – 59 mld. Kč, resp. 17 – 19 mld. Kč**. To indikovalo výraznější meziroční zlepšení ziskovosti z předloňských 49,5 mld. Kč, resp. 13,1 mld. Kč.

ČEZ vstoupil do roku 2019 slušně, provozní ziskovost v 1Q, resp. 2Q 2019 vykazala 10%, resp. dokonce 36% meziroční růsty, přičemž první kvartál byl v souladu s očekáváním trhu, zatímco druhé čtvrtletí mírně překonalo jak naše odhady, tak tržní konsensus o 0,6 – 0,7 mld. Kč. Vedle zásadního výše zmíněného vlivu v podobě vyšších prodejních cen elektřiny mající dopad do segmentu tradiční výroby se v prvním loňském pololetí pozitivně vyvíjely i další segmenty jako např. distribuce či prodej. Zejména tuzemská distribuce zaznamenala ve 2Q 2019 o 0,4 mld. Kč lepší provozní ziskovost než jsme predikovali, a to kvůli slušnému cca 3% meziročnímu růstu objemu distribuované elektřiny. Pozadu nezůstala ani rumunská distribuce, jenž ve druhém čtvrtletí překonala naše očekávání o 0,2 mld. Kč, když i přes poměrně vysokou předloňskou srovnávací základnu danou rozpouštěním rezerv do výnosů ČEZ dokázal díky 4% růstu objemu udržet meziročně stabilní ziskovost. K příznivým výsledkům za 2Q 2019 přispěl i segment prodeje, ve kterém se ČEZu díky rozvíjejícím se ESCO aktivitám jak v ČR, tak Německu dařilo kompenzovat negativní dopady plynoucí z rostoucích velkoobchodních cen do hrubých marží. Pomohlo i zvýšení cen pro koncové zákazníky z konce března, a tak

tuzemský segment prodeje vykázal meziroční stabilitu na úrovni EBITDA, včetně Německa pak prodejní segment zaznamenal meziroční nárůst provozní ziskovosti o 0,2 mld. Kč.

Po dobrém prvním pololetí přišel o něco slabší třetí kvartál. Výraznou měrou se na tom podílel letitý soudní spor se Správou železniční dopravní cesty (SŽDC). **Koncem září totiž Městský soud v Praze rozhodl, že ČEZ musí SŽDC vrátit celkem 1,3 mld. Kč (konkrétně 1,1 mld. Kč plus úroky z prodlení ve výši cca 0,2 mld. Kč).** Částku 1,1 mld. Kč přitom ČEZ zaúčtoval do EBITDA již ve 2Q 2015. Soudní spor však v průběhu čtyř let v rámci odvolacích procesů pokračoval a v roce 2019 se začal vyvíjet v neprospěch ČEZu, což se potvrdilo zářijovým verdiktem. Rozhodnutí bylo pravomocné, ČEZ tak na konci září vrátil SŽDC 1,3 mld. Kč, což negativně ovlivnilo tuzemský segment prodeje, jenž kvůli tomu ve 3Q 2019 vykázal provozní ztrátu 0,4 mld. Kč. ČEZ posléze k této záležitosti dodal, že s rozsudkem nesouhlasí a bude se bránit prostřednictvím dovolání u Nejvyššího soudu. Prohraným soudním sporem došlo k naplnění jednoho z rizik predikce ziskovosti na rok 2019. Vedle toho se objevily problémy s druhým dukovanským blokem, který téměř celý 3Q neplánovaně nevyráběl a rovněž produkce elektřiny z tuzemských uhelných elektráren zůstávala za původními očekáváním.

Domnívali jsme se proto, že ČEZ v listopadu při oznámení výsledků za 3Q přistoupí ke zpřesnění výhledu EBITDA, resp. očištěného čistého zisku na spodní hranu stanoveného intervalu 57 – 59 mld. Kč, resp. 17 – 19 mld. Kč. Nakonec však, i přes poměrně nevýraznou ziskovost ve 3Q 2019, jež mírně zaostala za naším očekáváním, ČEZ nenaplnil naše obavy ohledně korekce výhledu. **Na úrovni EBITDA zisku zpřesnil prognózu na hladinu 58 mld. Kč,** což bylo v podstatě ponechání středové hodnoty zveřejněné z kraje loňského roku. **Rozpětí očištěného čistého zisku bylo pak téměř v souladu s naším očekáváním zúženo do intervalu 17 – 18 mld. Kč.** Z celkového pohledu nás tedy aktualizovaný listopadový výhled ziskovosti neklamal. Je tedy patrné, že ČEZ upřesněnou predikcí indikuje poměrně vydařený konec roku 2019. Ve svých výhledech podle našeho názoru naznačuje, že i v posledním kvartále loňského roku by se měly pozitivně vyvíjet zisky z obchodování s komoditami (zisky z derivátových obchodů s komoditami, tzv. proprietary trading), jenž by tak celkově měly významnou měrou kompenzovat výše zmíněné negativní vlivy. Dále v posledním loňském čtvrtletí očekáváme zhruba dvoumiliardový meziroční příspěvek z vyšších cen elektřiny, doplněný pozitivním vlivem plynoucím z téměř 6% nárůstu produkce z jaderných elektráren s námi odhadovaným dopadem do EBITDA ve výši 0,3 – 0,4 mld. Kč. Vyšší zisky z tradingu, vyšší ceny elektřiny a výroba by tak měly být hlavními faktory, které způsobí meziroční růst ziskovosti ve 4Q 2019. Podle našich prvních odhadů tak EBITDA v posledním loňském kvartále meziročně vzroste o cca 22 % na úroveň poblíž 13 mld. Kč a očištěný čistý zisk se posune z předloňských 1,5 mld. Kč na hladinu kolem 3 mld. Kč. **Za celý loňský rok tak aktuálně predikujeme zvýšení EBITDA o 16,7 % y/y na 57,8 mld. Kč a nárůst očištěného čistého zisku o cca 37 % na 17,9 mld. Kč.** To jsou úrovně, které jsou velmi blízko našim původním predikcím z kraje roku 2019.



zdroj: Bloomberg

Výhled na rok 2020

Pozitivní trend v hospodaření ČEZu by měl pokračovat i v letošním roce. A zásadní roli opět sehrají výrazně vyšší prodejní (realizační) ceny elektřiny. ČEZ měl na rok 2020 ke konci loňského září předprodáno z většiny svých elektráren 78 % elektřiny za průměrnou cenu 43,2 EUR/MWh (baseload), což je ve srovnání s cenou dosaženou za celý loňský rok nárůst o 17 – 18 %. Podle našich odhadů se **finální průměrná cena na letošní rok ještě mírně posune k hladině 43,7 EUR/MWh (včetně peakload by se pak mohla pohybovat v blízkosti 45 EUR)**. To je lehká korekce z námi původně předpokládané úrovně 44,3 EUR, když reflektujeme pokles cen elektřiny na energetických burzách z konce roku 2019, kdy se roční kontrakty zejména kvůli poklesu cen energetického uhlí a částečně i zemního plynu snížily z cca 46 – 47 EUR k úrovni 40 - 42 EUR. Nicméně výše zmíněné silné zotavení tržních cen z posledních let se díky strategii postupných předprodejů výrazně pozitivně promítalo i do prodejních cen na rok 2020, což se velmi významně projeví do profitability ČEZu.

Samotný efekt z růstu cen elektřiny do letošní EBITDA bude podle našich odhadů činit cca 12 mld. Kč. **Na druhou stranu tento pozitivní faktor bude výrazně srážen rostoucími náklady na emisní povolenky.** ČEZ bude totiž letos poprvé čelit jejich skokovému nárůstu. Společně s předprodeji elektřiny na tři až čtyři roky dopředu dochází paralelně rovněž k nákupům emisních povolenek. S tím, jak se v minulých letech (ještě v roce 2016 a částečně i v roce 2017) tržní ceny emisních povolenek držely na velmi nízkých úrovních kolem 5 EUR za tunu vypuštěných emisí oxidu uhličitého, náklady na povolenky tvořily relativně malou položku v rámci celkových provozních nákladů ČEZu. K tomu navíc přispívala i skutečnost, že ČEZ v minulých letech získával poměrně výraznou část povolenek, v rámci systému nastaveném Evropskou unií, zdarma. Ještě v roce 2018 tak průměrná nákupní cena povolenky mohla činit podle našich odhadů cca 5,1 EUR/tCO₂ (ČEZ v té době nákupní ceny nezveřejňoval). Od poloviny roku 2017 se tržní ceny začaly pomalu zotavovat a posouvat do rozmezí 7 – 8 EUR. Ke skokovému nárůstu až k úrovním 20 – 25 EUR pak došlo pod vlivem působení regulačních opatření ze strany EU v průběhu roku 2018. Díky systému postupného nákupu z předchozích let se však razantní růst tržních cen emisních povolenek z roku 2018 ještě zdaleka plně neprojevil do průměrné nákupní ceny na rok 2019, když se dle našich odhadů **posunula jen do blízkosti 8 EUR**, což by v absolutním vyjádření mělo znamenat meziroční růst nákladů v rozmezí 1,5 – 2 mld. Kč.

V letošním roce již náklady na povolenky vykážou výraznější růst. Na konci loňského září ČEZ vykázal průběžnou průměrnou nákupní cenu povolenky na rok 2020 ve výši 13,9 EUR. Vzhledem k tomu, že tržní ceny se ve 4Q 2019 pohybovaly poblíž 25 EUR, tak **očekáváme finální průměrnou nákupní cenu na letošní rok cca 16,3 EUR/tCO₂. To nám pak indikuje meziroční navýšení nákladů na emisní povolenky až o 6 mld. Kč.** Mírně zpřesňujeme náš předchozí odhad, ve kterém jsme počítali s nárůstem o zhruba 5 mld. Kč. Celkově však efekt vyšších prodejních cen elektřiny výrazně převáží nad rostoucími náklady na povolenky. Je to dáno příhodným energetickým mixem, kdy ČEZ vyrábí cca 53 % elektřiny bezemisně (zejména kvůli jeho výrobě z jaderných elektráren). Z celkového pohledu tak ČEZ z nárůstu cen povolenek profituje. Emisní povolenky jsou totiž jedním z hlavních faktorů ovlivňující cenu elektřiny, když na růst povolenky o 1 EUR reaguje cena elektřiny navýšením o zhruba 0,7 – 0,8 EUR. A pokud ČEZ na více než polovinu své produkce elektřiny nepotřebuje vynakládat žádné náklady na povolenky, pak v konečném výsledku je pro něj růst cen povolenek výhodný. I přes výše zmíněný očekávaný skokový meziroční přírůstek nákladů na povolenky, tak **celkový čistý efekt z růstu cen elektřiny by měl být i letos výrazný, konkrétně predikujeme pozitivní vliv do EBITDA ve výši 5,5 mld. Kč.** To je korekce oproti předchozí predikci ve výši 7 mld. Kč právě kvůli výše zmíněnému zpřesnění odhadu přírůstku nákladů na emisní povolenky a mírnému snížení odhadu letošní realizační ceny elektřiny ze 44,3 EUR na 43,7 EUR.

I v roce 2020 tak budou naprosto stěžejním prorůstovým faktorem vyšší ceny elektřiny. Tento pozitivní vliv by měl být podle našeho názoru **doplněn především námi očekávanou vyšší výrobou elektřiny.** ČEZ loni vykázal rezervy jak v produkci z jaderných, tak tuzemských uhelných elektráren. Výrobu z jádra tlumila především neplánovaná téměř tříměsíční odstávka druhého dukovanského bloku, kvůli tomu se nakonec nepodařilo naplnit původní plán vyrobit 31,2 TWh elektřiny, nýbrž výsledný objem činil 30,2 TWh. **Očekáváme, že ČEZ bude mít i letos ambici vyrobit alespoň 31 TWh s námi predikovaným dopadem do EBITDA cca 0,7 mld. Kč.** Potenciál by však mohl být ještě o něco vyšší, a to až k úrovni 31,5 TWh. Zlepšení předpokládáme i u českých uhelných zdrojů. Výroba z tuzemského uhlí loni opět zůstávala za očekáváním, za celý rok 2019 to

dle posledních indikací ČEZu vypadá na objem ve výši 23,9 TWh (-2 % y/y). Nárůst výroby letos očekáváme především z komplexně zmodernizovaných či nových elektráren jakou jsou Tušimice, Prunéřov a Ledvice. Tyto zdroje loni nenaplňovaly svůj potenciál a především díky nim by se v roce 2020 měla **výroba z tuzemského uhlí posunout alespoň k hladině 25,5 TWh**. Jedná se o vysoce účinné elektrárny mající nižší spotřebu uhlí na vyrobenou MWh elektřiny, nižší emise a tudíž nižší náklady na emisní povolenky, jsou propojeny s vlastním dolem s pozitivním dopadem do nákladů na uhlí. To vše jsou faktory, které i v době rostoucích cen emisních povolenek dovolují těmto zdrojům realizovat stále zajímavé příspěvky do provozní ziskovosti ČEZu. Výše zmíněný meziroční nárůst výroby na 25,5 TWh tak podle našich odhadů může přinést do letošní EBITDA kolem 0,7 mld. Kč. **Celkový příspěvek plynoucí z vyšší produkce z jádra a uhlí predikujeme kolem úrovně 1,5 mld. Kč**, což je o 0,5 mld. Kč výše ve srovnání s naší předchozí prognózou.

U ostatních segmentů, jako např. distribuce nebo výroba z obnovitelných zdrojů, letos nepředpokládáme výraznější meziroční změny v hospodaření. V segmentu prodeje by měly být negativní tlaky na hrubé marže plynoucí z nárůstu tržních (velkoobchodních) cen elektřiny kompenzovány rostoucí ziskovostí z ESCO služeb (komplexních energetických služeb). ČEZ u tohoto rozvíjejícího se byznysu i pro letošní rok plánuje dvojciferný růst tržeb, které by se tak podle našich odhadů mohly dostat k 25 mld. Kč. **To indikuje meziroční posun EBITDA z ESCO služeb o cca 0,3 mld. Kč k úrovni 1,4 - 1,5 mld. Kč**. Byť se jedná o stále doplňkový byznys, tak díky akvizičnímu a organickému růstu se provozní ziskovost z energetických služeb postupně posouvá ze stovek miliónů korun až přes hranici 1 mld. Kč. Ve střednědobém horizontu pak očekáváme růst ke 2 mld. Kč.

Velkým tématem je avizovaný odchod ČEZu ze zahraničních trhů. Do dnešní doby zatím k žádnému exitu ze zahraničních trhů nedošlo. Nejdále v tomto směru byl prodej bulharských aktiv. Po neúspěšném předloňském prodeji tamního distribučního a prodejního byznysu společnosti Inercom, kdy byla transakce zamítnuta bulharským antimonopolním úřadem, se ČEZ v polovině loňského roku dohodl na prodeji za 8,6 mld. Kč společnosti Eurohold. Prodej aktiv tomuto investorovi byl však koncem loňského října opět zablokovan antimonopolním úřadem. Schválení prodeje tamním úřadem se jeví jako formalita. Eurohold totiž do té doby nepodnikal na energetickém trhu a nevlastnil žádná energetická aktiva. Proto jsme v našich původních predikcích na rok 2020 již z bulharskými aktivy nepočítali. Byť ČEZ i Eurohold podaly proti rozhodnutí antimonopolního úřadu správní žalobu, situace se od konce října nikam neposunula a aktiva tak zatím zůstávají v držení ČEZu. Podle vyjádření managementu ČEZu se společnost nyní ihned nebude pokoušet o rozjetí dalšího kola prodeje jiným případným zájemcům a vyčká na to, jak se bude vyvíjet spor s antimonopolním úřadem. V současnosti tak nic nenavzděčuje tomu, že by v nejbližších měsících mělo dojít ohledně exitu z Bulharska k nějaké změně, **a tak aktuálně do našich letošních predikcí opět zahrnujeme příspěvek do EBITDA z tamní distribuce a prodeje v rozmezí 1 – 1,5 mld. Kč.**

Plánovaný prodej rumunských, resp. polských aktiv je v počáteční fázi. Více rozpracován je exit z Rumunska, když prodejní proces byl zahájen loni v září. Do konce roku 2019 ČEZ přijímal nezávazné nabídky na tamní větrný park, distribuční a prodejní segment. **Podání závazných nabídek je očekáváno ve 2Q 2020 a vypořádání prodeje ČEZ cíluje do prvního pololetí roku 2021.** V letošním roce tak rumunská aktiva s roční EBITDA kolem 3,3 mld. Kč budou nadále přispívat do hospodaření ČEZu. Stejně tomu tak bude u polských aktiv, kde ČEZ teprve připravuje zahájení prodejního procesu. Podání nezávazných nabídek na tamní dvě uhelné elektrárny s ročním příspěvkem do EBITDA v blízkosti 1 mld. Kč je očekáváno letos na podzim a vypořádání prodeje ČEZ plánuje v průběhu roku 2021. Nejproblematictější se zřejmě jeví případný odchod z tureckého trhu. ČEZ se dlouhodobě nebrání nabídkám k odprodeji svého 50%, resp. 37,4% podílu v tamních distribučních a výrobních aktivech, nicméně zájem o tato aktiva evidentně zatím není významný. Kdy a zda vůbec dojde k odchodu z Turecka lze tak v současnosti těžko predikovat.

Z celkového pohledu prozatím nemáme důvod měnit naši prognózu letošní EBITDA posazenou na úrovni 65,2 mld. Kč. Na jednu stranu opětovně zahrnujeme do letošního hospodaření bulharská aktiva, na druhou stranu o zhruba 1 mld. Kč korigujeme celkový příspěvek plynoucí z rostoucích realizačních cen elektřiny a objemu výroby, tedy segmentu výroba – tradiční energetika. **Na úrovni očištěného čistého zisku mírně snižujeme předchozí odhad z 23,8 mld. Kč na 23 mld. Kč**, když opět začleňujeme do celkových odpisů amortizaci bulharských aktiv. Z důvodu pozastavení prodeje bulharského majetku tak konzervativně počítáme s tím, že ČEZ bude znovu zahrnovat odpisy z Bulharska do výsledovky, a to v ročním objemu cca 1 mld. Kč.

Sledovaným tématem bude jako každý rok velikost vyplacené dividendy. **Po loňském poklesu z 33 Kč na 24 Kč na akcii letos předpokládáme návrat dividendy přes hranici 30 Kč.** ČEZ loni zúžil dividendový výplatní poměr z 60 – 100 % očištěného čistého zisku na 80 – 100 %. Rostoucí ceny elektřiny a z toho plynoucí zlepšující se hospodaření s pozitivním dopadem do cash flow, stále relativně nízké CAPEX, klesající míra zadlužení, to vše jsou aspekty, na základě kterých se domníváme, že by ČEZ měl i nadále realizovat výplatní poměr na horní hraně rozpětí. **Při očekávaném očištěném čistém zisku v rozmezí 17 – 18 mld. Kč tak vidíme letošní dividendu ve výši 32 Kč jako reálnou, což indikuje velmi solidní cca 6,2% dividendový výnos.**

Akcie ČEZu nadále **vnímáme na současných cenových úrovních jako výrazně podhodnocené**, a to jak vůči naší cílové ceně 748 Kč, tak vůči energetickému sektoru, když západoevropské utility se aktuálně v průměru obchodují za 8,5x násobek letošní očekávané EV/EBITDA, zatímco ČEZ se pohybuje na úrovni 6,7x. I sektorové srovnání tak oceňuje akcie ČEZu přes hranici 700 Kč. **Potvrzujeme nákupní doporučení na tento titul.**