



Fio banka, a.s.

Fio Analýzy a doporučení

Fundamentální analýza společnosti RWE AG

Doporučení: akumulovat

Cílová cena: 51,- EUR

28.4.2011
RWE AG

Nové doporučení – akumulovat
Předěšlé doporučení – akumulovat
Nová cílová cena – 51,- EUR
Předěšlá cílová cena – 60,- EUR

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:
Opernplatz 1
45128 Essen,
Germany
<http://www.rwe.de>

Ticker: RWE GY
ISIN: DE0007037129

Odvětví: výroba a distribuce
elektřiny, těžba a prodej ropy,
zemního plynu a uhlí, distribuce vody

Počet vydaných akcií – 533,132 mil.
ks
Tržní kapitalizace - 29 794 mil. EUR
Uzavírací cena k 27.1.2011 – 53,01
EUR
Roční maximum – 12.4.2010
68,02 EUR
Roční minimum - 30.11.2010
47,96 EUR

Přistupujeme ke snížení cílové ceny akcie RWE AG na 51 EUR z předešlých 60 EUR, přičemž ponecháváme doporučení na stupni akumulovat. Přistoupili jsme k novému ocenění společnosti RWE AG po hospodářských výsledcích za rok 2010 a výhledu managementu společnosti pro rok 2011, který drtivě zklamal našeho původní očekávání. Navíc nové ocenění počítá s dočasnou odstávkou jaderných elektráren v Německu a s jadernou daní v Německu.

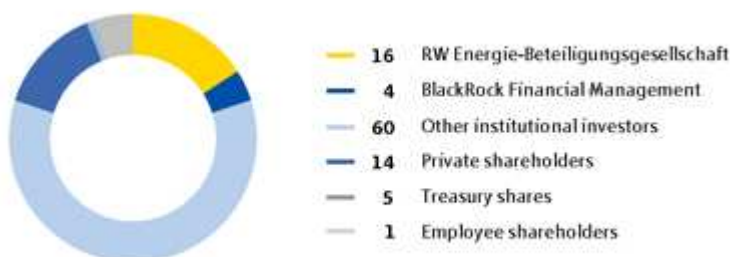
Popis společnosti

Německá společnost RWE AG vyrábí, distribuuje a obchoduje s elektřinou, těží zemní plyn, ropu a uhlí a dodává pitnou vodu. RWE AG zaujímá přední postavení na dvou největších evropských trzích (Německo, Velká Británie) a ve střední a východní Evropě. V dodávkách elektrické energie je RWE AG dvojkou na německém a maďarském trhu a trojkou ve Velké Británii a na Slovensku. V dodávkách plynu zaujímá RWE přední místo v ČR a v Německu a Velké Británii disponuje třetím nejvyšším tržním podílem.

Struktura akcionářů

Zhruba 80 % kmenových akcií je volně obchodováno, přičemž 80 % akcií je v držení institucionálních investorů. Německé ministerstvo financí drží 5,5 % akcií.

Graf č. 1: Struktura akcionářů v %:



Zdroj: RWE AG

Hlavním důvodem pro změnu našeho původního ocenění byla zpráva managementu společnosti ohledně výhledu hospodaření RWE AG pro rok 2011. Výhled managementu pro letošní rok počítá s meziročním poklesem výnosů a dále s poklesem EBITDA o 15 % a poklesem provozního výsledku hospodaření o 20 % a propadem zisku z pokračujících činností, který je určující pro dividendu o 30 %. Na vině nižšího výhledu managementu oceňované společnosti jsou zejména nasmlouvané nízké ceny elektřiny pro rok 2011 a vyšší nákupní ceny plynu, které díky konkurenčním tlakům nemohly být přeneseny do finálních cen. Naše původní odhady patrně z tabulky č. 1 byly ve světle nových informací příliš optimistické a to jak na úrovni výnosů, tak i provozního a čistého zisku.

Tabulka č. 1: Původní zkrácený výkaz zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát v € milion	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Výnosy	47 500	46 191	50 452	51 787	54 598	57 539
Ostatní provozní výnosy	933	1 610	1 366	1 366	1 366	1 366
Náklady vynaložené na prodané zboží	32 686	29 838	32 618	33 453	35 268	37 168
Čistý zisk z pokračujících činností	5887	7326	7093	7652	7955	8125
Čistý zisk	2876	3831	3595	3627	3884	4052
Čistý zisk pro akcionáře společnosti	2558	3571	3402	3390	3647	3815

Zdroj: RWE AG, Fio banka

Nové odhady vybraných položek z výkazu zisků a ztrát zahrnují výhled managementu společnosti pro letošní rok, tříměsíční odstávku dvou jaderných elektráren Biblis A a Biblis B a jadernou daň.

Tabulka č. 2: Nový zkrácený výkaz zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát v € milion	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Výnosy	50 722	50 401	51 863	54 460	57 186	60 050	61 791
Náklady vynaložené na prodané zboží	33 176	33 424	33 711	34 364	36 085	37 891	38 990
Čistý zisk z pokračujících činností	6507	5452	6059	7357	7520	7670	7337
Čistý zisk	3602	2862	3096	4012	4170	4320	4149
Čistý zisk pro akcionáře společnosti	3308	2425	2659	3575	3733	3884	3712

V případě, že by německá vláda populisticky vyřadila dvě dočasně zavřené jaderné elektrárny RWE AG z provozu, lze počítat s negativním dopadem na cenu akcie. Podobně lze hodnotit snahu kancléřsky Merkelové, která by ráda nahradila jadernou energii v Německu alternativními zdroji do roku 2021. Pokud by k tomu došlo, lze očekávat nárůst ceny elektřiny a to i díky dotacím do výroby elektřiny z alternativních zdrojů. Pro cenu akcií společnosti RWE AG by zmíněné odstoupení od jádra v Německu bylo negativní, neboť by zvýšilo náklady na výroby elektřiny, protože výroba elektřiny z jádra je nejlevnější.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Tabulka č. 3: Původní model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Výnos německého, britského, italského státního dluhopisu*	3,666
Beta**	0,75
Tržní úroková míra***	7,70
Diskontní sazba	6,7

* Výnos do splatnosti indexu desetiletých německých, britských, italských státních dluhopisů

** Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou

*** Tržní úroková míra představuje výnosnost indexu DAX

Zdroj: Fio banka, a.s.

Stanovení vnitřní hodnoty (cílové ceny) akcie společnosti RWE AG

Pro ocenění společnosti RWE AG použijeme model volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE), který lze použít jen v případě kladného peněžního toku pro akcionáře, což je jeden z našich předpokladů. Výsledná vnitřní hodnota akcií společnosti RWE AG bude určena s časovým horizontem 12 měsíců. Pro výpočet parametrů jednotlivých oceňovacích modelů je využíváno vlastních expertních odhadů budoucího hospodaření firmy v kombinaci s odhady uveřejňované agenturou Bloomberg a výhledem managementu společnosti RWE AG.

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č. 3. Bezriziková úroková sazba byla vypočtena z vážených výnosů do splatnosti desetiletých státních dluhopisů. Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou a tržní úroková míra představuje výnosnost indexu.

Pro ocenění akcií společnosti RWE AG bylo použito vícefázového modelu FCFE, v němž odhadujeme volné peněžní toky v rozmezí let 2011 – 2015 a od roku 2016 do nekonečna stanovujeme pokračující hodnotu společnosti viz tabulka č. 4. **Vnitřní hodnota akcie společnosti RWE AG je stanovena pomocí modelu volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE) s časovým horizontem 12 měsíců na 51,- EUR, přičemž původní hodnota byla ve výši 60,- EUR.**

Ocenění společnosti RWE AG

Tabulka č. 4: Nový výpočet volného toku pro akcionáře FCFE

Výpočet Free cash flow to equity (FCFE) v mil. EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Free Cash Flow to Equity (FCFE)	(5 244)	251	92	544	845	1 191	1 094
Růst FCFE							0,04
Pokračující hodnota společnosti							34362
Diskontovaný FCFE		137	81	448	653	862	24 865
Součet Diskontovaného FCFE							27 046
Diskontované FCFE na akcii		51					

Akcie společnosti RWE AG jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu je doporučujeme akumulovat.

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- Široké portfolio produktů
- Efektivní řízení nákladů díky proběhnuté restrukturalizaci

SLABÉ STRÁNKY

- Nediverzifikované portfolio jaderných elektráren situovaných pouze v Německu

PŘÍLEŽITOSTI

- Značný potenciál růstu v regionu Střední a východní Evropy
- Evropská distribuční síť RWE AG umožní křížové prodeje jednotlivých produktů
- Větší zaměření na těžbu ropy a zemního plynu

HROZBY

- Odstavení jaderných elektráren sníží ziskovou marži
- Vyšší ceny elektřiny mohou do určité míry snížit poptávku po elektřině

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu. V případě nižších než predikovaných výnosů a celkové ziskovosti společnosti může být naše kalkulovaná vnitřní hodnota společnosti nadhodnocená.

Ing. Robin Koklar, MBA
Finanční analytik
www.fio.cz
robin.koklar@fio.cz

Dozor nad Fio banka, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále "Fio"). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu u 13 emisí zařazených v segmentu SPAD. Fio není tvůrcem trhu emise akcií Kit Digital, Inc.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

K dnešnímu datu 28.4.2011 Fio banka, a.s. má platných 15 investičních doporučení. Z toho je 8 doporučení k nákupu, 2 držet a 3 doporučení akumulovat a 1 doporučení redukovat a 1 v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o pověťové prezentaci investičních doporučení §7.