



Fio banka, a.s.

Fio Analýzy a doporučení

Fundamentální analýza společnosti RWE AG

Doporučení: akumulovat

Cílová cena: 60,- EUR

31.1.2011
RWE AG

Nové doporučení – akumulovat

Předešlé doporučení – koupit

Nová cílová cena – 60,- EUR

Předešlá cílová cena – 66,- 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

Přicházíme se změnou doporučení pro akcie společnosti RWE AG na stupeň akumulovat z předešlého koupit a snižujeme cílovou cenu na hodnotu 60,- EUR z původních 66,- EUR. Přistoupili jsme k novému ocenění společnosti RWE AG poté, co CEO společnosti v médiích uvedl, že RWE letos nedosáhne na úroveň zisku z roku 2010. Nové ocenění též počítá s jadernou daní v Německu a navíc byla upravena i diskontní sazba. Dále jsme upravily i výnosy společnosti ve 4Q 2010 směrem dolů, neboť ve světle nových informací se naše původní odhady zdáli být příliš optimistické.

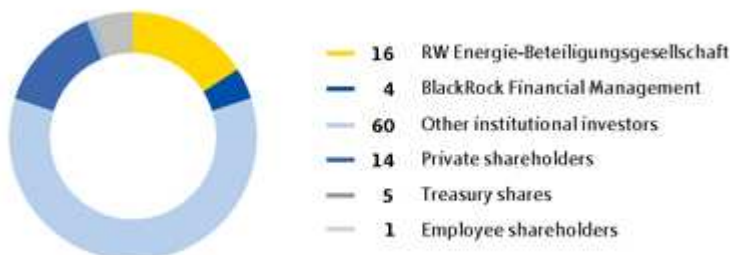
Popis společnosti

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

Tabulka č. 1: Vybrané finanční ukazatele

RWE Group		2009	2008	+/- v %
Externí výnosy	€ milion	47 741	48 950	-2,5
EBITDA	€ milion	9 165	8 773	4,5
Čistý zisk	€ milion	3 571	2 558	39,6
Zisk na akcii	€	6,70	4,75	41,1
Dividenda na akcii	€	3,50	4,50	-22,2
Výnosnost celkového kapitálu (ROCE)	%	16,3	17,2	-
Investiční výdaje	€ milion	15 637	5 693	174,7

Zdroj: RWE AG

ANALÝZA ODVĚTVÍ UTILIT

Oceňovaná společnost RWE AG se ve srovnání s konkurencí jeví podhodnocená, neboť očekávané ukazatele P/E i EV/EBITDA jsou na nejnižší úrovni. Navíc RWE AG disponuje nejvyšším dividendovým výnosem ze srovnávaných utilit. Ukazatel EV/EBITDA značí hodnotu společnosti/zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací.

Tabulka č. 2: Analýza sektoru utilit v západní Evropě

Název společnosti	Roční zhodnocení akcie v %	Tržní kapitalizace	Hrubý dividendový výnos	Očekávané EPS 2011	P/E	Očekávané P/E 2011	EV/BE EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012
Průměr	6,00	31661,18	5,14	9,20	12,64	12,91	7,77	7,60
RWE AG	6,53	29794,33	6,59	6,97	8,68	7,63	4,42	4,75
EDF	6,12	60226,83	3,59	1,92	24,21	16,97	7,15	7,42
E.ON AG	7,17	49184,58	6,10	2,68	8,17	9,16	6,30	7,01
ENEL SPA	10,56	38882,89	6,05	0,46	9,43	9,05	6,85	6,83
IBERDROLA SA	9,03	34487,89	5,31	0,52	11,42	12,19	9,51	9,10
ENDESA SA	8,78	21640,89	5,03	2,45	6,95	8,36	4,87	4,95
FORTUM OYJ	-0,13	19988,26	4,44	1,61	13,52	13,97	10,95	10,59
CENTRICA PLC	-2,53	19288,20	4,46	0,25	9,57	12,93	6,43	6,09
ČEZ AS	7,28	18639,94	6,31	89,00	9,43	9,44	6,73	6,67
VEOLIA ENVIRONNEMENT	5,56	11520,69	5,24	1,16	16,07	19,83	8,31	7,82
VERBUND AG	4,02	10075,06	3,45	1,42	20,75	20,41	14,42	13,54
GDF SUEZ	9,59	66204,63	5,10	1,96	13,47	15,00	7,29	6,40

Zdroj: Bloomberg

Hlavním důvodem pro změnu našeho původního ocenění byla zpráva CEO společnosti, který uvedl, že ceny elektřiny zůstanou v roce 2011 u RWE AG stabilní a provozní zisk společnosti bude oproti roku 2010 nižší. Z toho důvodu jsme snížily ceny elektřiny pro rok 2011, přičemž jsme ponechali původní odhadované náklady, které se zdají být reálné, neboť mzdové náklady vzrostou v roce 2011 o 3,4 %. Navíc jsme upravily i výnosy ve 4Q 2010 směrem dolů, neboť ve světle nových informací se naše původní odhady zdály být příliš optimistické.

Tabulka č. 3: Nový 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

Dále pro rok 2011 došlo k navýšení nákladů z důvodu jaderné daně v Německu, kterou odhadujeme letos ve výši 420 mil. EUR a příští roky 700 mil. EUR.

Tabulka č. 4: Původní odhady

Výkaz zisků a ztrát v € milion	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Výnosy	47 500	46 191	52 229	53 483	56 176	59 004
Čistý zisk z pokračujících činností	5887	7326	9847	9682	9934	10183

Zdroj: RWE AG, Fio banka

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Tabulka č. 5: Nový model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Výnos německého státního dluhopisu*	3,6212
Beta**	0,81
Tržní úroková míra***	7,03
Diskontní sazba	6,4

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

** Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou

*** Tržní úroková míra představuje výnosnost indexů

Zdroj: Fio banka,a.s.

Tabulka č. 6: Původní model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Výnos německého státního dluhopisu*	2,95
Beta**	0,79
Tržní úroková míra***	7,20
Diskontní sazba	6,3

* Výnos do splatnosti patnáctiletého německého státního dluhopisu

** Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou od roku 1995

*** Tržní úroková míra představuje výnosnost indexu DAX od 1995

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.

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č. 5. 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 indexů.

Pro ocenění akcií společnosti RWE AG bylo použito vícefázového modelu FCFE, v němž odhadujeme volné peněžní toky v rozmezí let 2010 – 2015 a od roku 2016 do nekonečna stanovujeme pokračující hodnotu společnosti viz tabulka č. 7. **Vnitřní hodnota akcie společnosti RWE AG je stanovena pomocí modelu volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE) s časovým horizontem 12 měsíců na 60,- EUR, přičemž původní hodnota byla ve výši 66,- EUR.**

Ocenění společnosti RWE AG

Tabulka č. 7: Nový výpočet volného toku pro akcionáře FCFE

Výpočet Free cash flow to equity (FCFE) v mil. EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Free Cash Flow to Equity (FCFE)	(1 419)	(18 498)	1 890	935	522	313	577	884	1 241
Růst FCFE									0,04
Pokračující hodnota společnosti									43069
Diskontovaný FCFE				826	433	245	424	610	29 715
Součet Diskontovaného FCFE									32 253
Diskontované FCFE na akcii				60					

Zdroj: RWE AG, Fio banka

Pokud srovnáme aktuální cenu akcie společnosti RWE AG ze dne 28.1.2011 ve výši 53,03 EUR s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 60,- EUR, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchoduje s diskontem ve výši 13 %. Akcie společnosti RWE AG jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu je doporučujeme akumulovat.

Tabulka č. 8: Původní výpočet volného toku pro akcionáře FCFE

Výpočet Free cash flow to equity (FCFE) v mil. EUR	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Free Cash Flow to Equity (FCFE)	(1 419)	(18 498)	3 578	461	446	582	424	972	1 256
Růst FCFE									0,04
Pokračující hodnota společnosti									44877
Diskontovaný FCFE			1 683	408	371	456	313	674	31 106
Součet Diskontovaného FCFE									35 010
Diskontované FCFE na akcii			66						

Zdroj: RWE AG, Fio banka

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

SLABÉ STRÁNKY

PŘÍLEŽITOSTI

HROZBY

Společnost RWE AG je málo cyklická společnost, která vykazuje stabilní hospodářské výsledky i v hospodářské recesi a nabízí i dividendový výnos. Z tohoto důvodu lze doporučit akcie společnosti RWE AG k nákupu spíše riziko averzním investorům, kteří upřednostňují menší kolísavost ceny akcie. Na druhé straně nelze vyloučit nižší míru zhodnocení z důvodu defenzivní povahy společnosti RWE AG.

- Široké portfolio produktů
- Efektivní řízení nákladů díky proběhnuté restrukturalizaci

- Změna dividendové politiky

- Hospodářské oživení zvýší poptávku po elektřině a dalších komoditách
- 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

- Obava ohledně druhého hospodářského poklesu, může omezit investice a snížit spotřebu elektřiny a dalších komodit
- Legislativní změny

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu. V případě nižších než predikovaných výnosech 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 netřípné 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 reprodukování 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 spoluledoucím 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 zájmů 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 31.1.2011 Fio banka, a.s. má platných 14 investičních doporučení. Z toho je 9 doporučení k nákupu, 2 doporučení akumulovat, 3 doporučení držet. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.