



Fio banka, a.s.

Fio Analýzy a doporučení

Fundamentální analýza společnosti RWE AG

Doporučení: koupit

Cílová cena: 33,- EUR

28.12.2011

RWE AG

Nové doporučení – koupit

Předešlé doporučení – akumulovat

Nová cílová cena – 33,- EUR

Předešlá cílová cena – 43,- 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 – 575,745 mil. ks

Tržní kapitalizace - 16,7 mld. EUR

Uzavírací cena k 27.12.2011 – 27,5 EUR

Roční maximum – 21.1.2011

55,2 EUR

Roční minimum - 12.9.2011

16,7 EUR

Přistupujeme ke snížení cílové ceny akcie RWE AG na 33 EUR z předešlých 43 EUR, přičemž měníme doporučení na stupeň koupit. Přistoupili jsme k novému ocenění společnosti RWE AG, neboť z důvodu probíhající restrukturalizace společnosti došlo k vydání 80,4 milionů nových akcií, dále management společnosti nově odhaduje meziročně stabilní objem výnosů pro rok 2011, ovšem také počítá s vyšším poklesem EBITDA, provozního zisku i zisku z pokračujících činností. Díky legislativním nařízením německé vlády oceňovaná společnost postupně odstupuje od jaderné energetiky směrem k ostatním méně efektivním zdrojům výroby elektřiny, což vede k silné potřebě nového kapitálu, který je upotřeben zejména k investicím do obnovitelných zdrojů. Společnost RWE AG čeká tvrdá několikaletá restrukturalizace, neboť strategie managementu společnosti donedávna stavěla zejména na jaderné energetice. Dle posledních zpráv hodlá společnost investovat do roku 2013 až 17 mld. EUR, což je více než v minulých letech. Ovšem společnost nedosahuje zdaleka takové ziskovosti jako před finanční krizí, proto management přistoupil k již zmíněnému úpisu akcií. Naše ocenění předpokládá, že společnost se bude snažit získávat finanční prostředky zejména prostřednictvím prodeje aktiv (uvažuje se o prodeji aktiv v Polsku nebo 77 % podílu ve frankfurtské utilitě) či bankovních úvěrů. Diskuse ohledně možného spojení s Gazpromem skončila neúspěšně, což je na škodu RWE AG, která musí odebírat předražený plyn od ruské společnosti díky dlouhodobým smlouvám. Dále oceňovaná společnost přistoupí ke zrušení 8 tis. pracovních míst díky nucenému odklonu od jaderné energetiky. Oproti minulému ocenění došlo k prudkému propadu cen emisních povolenek, čímž poklesla i cena elektřiny. Naše ocenění zaznamenalo mírný pokles diskontní sazby, zvýšení investičních výdajů a zaktualizování stavu pracovního kapitálu.

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.

Odklon od jádra se u společnosti RWE AG projevil poklesem vyrobené elektřiny, přičemž podstatně vzrostl objem produkce elektřiny z hnědého uhlí, neboť dramatický propad výroby z jádra musí být nahrazen, navíc obnovitelné zdroje jsou zdrojem nestabilním a drahým, což si němečtí politici zřejmě neuvědomují. Po jaderném výbuchu v japonské Fukushima bylo uzavřeno sedm jaderných elektráren v Německu, přičemž RWE AG byla nucena ukončit provoz jaderných elektráren Biblis A a B. Další jaderné elektrárny Gundremmingen B a C mají být uzavřeny v letech 2016 a 2017 respektive oproti původnímu plánu uzavření v letech 2029 a 2030 respektive. Dále jaderná elektrárna Emsland bude uzavřena nejpozději v roce 2022.

Výpadek v produkci elektřiny pokryla oceňovaná společnost dokoupením na trhu. Propad zisku před zdaněním, odpisy a amortizací EBITDA propadl ve 3Q 2011 meziročně v případě Německa o 22 %, Holandska o 26 % a Střední a východní Evropy o 2 % zejména díky zavření některých jaderných elektráren. U provozního zisku je situace obdobná pouze s vyšší intenzitou, což v našem případě znamená vyšší propady u jednotlivých zemí či regionů. Z důvodu vyšší investiční aktivity, která se snaží postupně nahrazovat tvrdý výpadek výroby elektřiny z jádra se společnost více zadlužila a vzrostl tak čistý dluh společnosti na 30 mld. EUR, což se projeví v našem ocenění jednak nárůstem investičních výdajů, tak i novými emisemi dluhových cenných papírů či bankovních úvěrů v budoucnosti. Dále jsme v našem ocenění přistoupili k aktualizaci pracovního kapitálu a to zejména díky poklesu krátkodobých aktiv a pasiv, což je zřejmě způsobeno nižší provozní aktivitou. Také jsme navýšili objem odpisů, které jsou a budou vyšší díky narůstající investiční aktivitě.

Oproti minulému ocenění jsme nepatrně zvýšili výnosy, což je v souladu s vyjádřením managementu společnosti, který počítá s meziročně stabilním objemem výnosů.

Tabulka č. 1: Původní zkrácený výkaz zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát v € milion	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Výnosy	50 722	50 557	52 022	54 627	57 362	60 235	61 979
Náklady vynaložené na prodané zboží	33 176	33 503	34 474	36 200	38 012	39 916	41 072
Čistý zisk z pokračujících činností	6507	5988	5918	6198	6328	6447	6123
Čistý zisk	3602	3367	3096	3328	3461	3586	3417
Čistý zisk pro akcionáře společnosti	3308	2876	2606	2838	2971	3096	2927

Zdroj: Fio banka,a.s.

Ovšem z důvodu postupnému a nuceného odklonu od jádra došlo k poklesu výhledu EBITDA, provozního zisku i zisku z pokračujících činností pro rok 2011, což je patrné z tabulky č. 2.

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	50 601	52 069	54 677	57 414	60 289	62 037
Náklady vynaložené na prodané zboží	33 176	34 591	35 594	37 377	39 248	41 213	42 408
Čistý zisk z pokračujících činností	6507	4583	4686	5026	5322	5621	5520
Čistý zisk	3602	2276	2315	2586	2829	3074	3053
Čistý zisk pro akcionáře společnosti	3308	1714	1755	2027	2269	2514	2493

Zdroj: Fio banka,a.s.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

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

Výnos státních dluhopisů*	3,9414
Beta**	0,89
Tržní úroková míra***	7,10
Diskontní sazba	6,7

* Výnos do splatnosti indexu desetiletých německých a 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.

Ocenění společnosti RWE AG

Vnitřní hodnota akcie společnosti RWE AG je stanovena pomocí modelu volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE) s časovým horizontem 12 měsíců na 33,- EUR, přičemž původní hodnota byla ve výši 43,- EUR.

Tabulka č. 4: Nový výpočet 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)	(1 880)	331	605	498	1 120	966
Růst FCFE							0,03
Pokračující hodnota společnosti							28114
Diskontovaný FCFE		(1 651)	272	466	359	757	19 012
Součet Diskontovaného FCFE							19 216
Diskontované FCFE na akcii		33					

Zdroj: Fio banka,a.s.

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

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- Široké portfolio produktů
- Efektivní řízení nákladů díky proběhnuté restrukturalizaci

SLABÉ STRÁNKY

- Portfolio jaderných elektráren, které budou postupně uzavírány s vysokými náklady
- Vysoké investiční náklady spojené s odklonem od jádra ve prospěch výroby z obnovitelných a jiných zdrojů jsou financovány z úpisu akcií, neboť společnost je silně zadlužená

PŘÍLEŽITOSTI

- Soudní spor s Německem ohledně předčasného uzavření jaderných elektráren by mohl vyústit v zajímavou finanční kompenzaci
- 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

- Uzavírka jaderných elektráren povede k poklesu ziskové marže a výpadek výroby elektřiny bude muset být nahrazen výrobou z méně efektivních zdrojů

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 nenese 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 28.12.2011 Fio banka, a.s. má platných 15 investičních doporučení. Z toho je 6 doporučení k nákupu, 3 držet a 5 doporučení akumulovat a 1 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o pověťové prezentaci investičních doporučení §7.