

6.6.2011
RWE AG

Nové doporučení – akumulovat
Předešlé doporučení – akumulovat
Nová cílová cena – 43,- EUR
Předešlá cílová cena – 51,- 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 6.6.2011 – 37,86 EUR
Roční maximum – 7.6.2010
57,96 EUR
Roční minimum - 6.6.2011
37,86 EUR

Přistupujeme ke snížení cílové ceny akcie RWE AG na 43 EUR z předešlých 51 EUR, přičemž ponecháváme doporučení na stupni akumulovat. Přistoupili jsme k novému ocenění společnosti RWE AG po legislativních návrzích německé vlády, která hodlá ponechat dočasně uzavřené jaderné elektrárny Biblis trvale mimo provoz. Navíc ostatní jaderné elektrárny budou vyřazeny z provozu v roce 2022, přičemž naše původní ocenění počítalo až s rokem 2032. Německá vláda se nenechala obměkčit ani v případě odpuštění jaderné daně, která zůstává stále platná. Uzavření momentálně funkčních jaderných elektráren RWE v roce 2022 je v ocenění zohledněno prostřednictvím nižšího tempa dlouhodobého růstu společnosti.

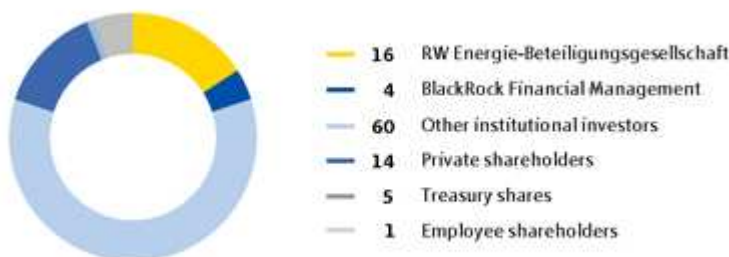
Popis společnosti

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 ohledně legislativní změny, která jde v neprospěch oceňované společnosti RWE AG. Německá vláda se po prohraných regionálních volbách rozhodla vyjít vstříc veřejnému mínění, které je po havárii v japonské Fukušimě silně zaměřeno proti jaderné energetice. Dočasně odstavené jaderné elektrárny Biblis A a Biblis B zůstanou natrvalo odstaveny, navíc funkční jaderné elektrárny Gundremmingen B a Gundremmingen C a Emsland budou vyřazeny z provozu již v roce 2022.

Původní odhady vybraných položek z výkazu zisků a ztrát zahrnují výhled managementu společnosti pro rok 2011 a tříměsíční odstávku dvou jaderných elektráren Biblis A a Biblis B a jadernou daň.

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	50 401	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

Zdroj: Fio banka,a.s.

Nový zkrácený výkaz zisků a ztrát počítá v roce 2011 s mírně vyššími výnosy a čistým ziskem oproti původním odhadům z důvodu zveřejnění lepšího výsledku hospodaření v prvním kvartále ve srovnání s našimi původními odhady. Ovšem již od roku 2012 se naplno promítne trvalé zavření dvou jaderných elektráren Biblis A a Biblis B, což zvýší náklady na výrobu elektřiny, protože výroba elektřiny z jádra je nejlevnější.

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	50 557	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.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

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

Výnos německého státního dluhopisu*	3,73
Beta**	0,75
Tržní úroková míra***	8,02
Diskontní sazba	7,0

* 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. **Vnitřní hodnota akcie společnosti RWE AG je stanovena pomocí modelu volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE) s časovým horizontem 12 měsíců na 43,- EUR, přičemž původní hodnota byla ve výši 51,- EUR.**

Ocenění společnosti RWE AG

Pro zohlednění trvalého vyřazení jaderných elektráren Gundremmingen B a Gundremmingen C a Emsland v roce 2022, jejichž životnost byla do roku 2029, 2030, 2034 respektive, je snížen dlouhodobý růst RWE AG o 0,2 % na hodnotu 3,3 %.

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)	784	184	830	699	1 148	1 092
Růst FCFE							0,03
Pokračující hodnota společnosti							29865
Diskontovaný FCFE		686	150	635	499	767	19 950
Součet Diskontovaného FCFE							22 687
Diskontované FCFE na akcii		43					

Zdroj: Fio banka, a.s.

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

Akcie společnosti RWE AG jsou momentálně mírně 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, tudíž vystavených politickým rizikům

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

- 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 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 spoluvědučím 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 6.6.2011 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.