

Ajánlás: vétel

Célár: 33,- EUR

29.12.2011
RWE AG

Új ajánlás – vétel
Előző ajánlás – akkumulálni
Új célár – 33,- EUR
Előző célár – 43,- EUR

A társaság alapvető információi

A társaság székhelye:
Opernplatz 1
45128 Essen,
Germany
<http://www.rwe.de>

Ticker: RWE GY
ISIN: DE0007037129

Ágazat: villamos energia gyártása és elosztása, kőolaj, földgáz és szén kitermelése és értékesítése, víz szállítása

Kibocsátott részvények száma – 575,745 mil. db
Piaci tőkésítés - 16,7 mrd. EUR
2011.12.27-ei záróár – 27,5 EUR
Éves maximum – 21.1.2011 55,2 EUR
Éves minimum - 12.9.2011 16,7 EUR

Csökkentjük az RWE AG részvényei célárát 43 euróról 33 euróra, az ajánlást pedig vételre változtatjuk. Az értékelést azért változtattuk meg, mivel a társaság folyamatban lévő szerkezetátalakítása miatt 80,4 millió új részvény kerül kibocsátásra, tovább a társaság menedzsmentje stabil bevételeket vár 2011-re, de számít az EBITDA, az üzemi nyereség és a rendszeres tevékenységből származó nyeresége nagyobb mértékű csökkenésével. A németországi törvényi szabályozás következtében a társaság eláll az atomenergiától a többi, kevésbé hatásos villamos energia gyártáshoz folyamodik, ami új tőkét igényel, amely elsősorban a megújuló energia befektetéseibe irányul. Az RWE AG társaságot kemény szerkezetátalakítás várja, mivel a menedzsment stratégiájának alapja elsősorban az atomenergia volt. Az utolsó hírek szerint a társaság 2013-ig 17 mrd. EUR-t tervez befektetni, ami több mint az elmúlt években. Viszont a társaság nem ért el olyan nyereségességet mint a pénzügyi válság előtt, ezért a menedzsment döntött a már említett részvényjegyzésről. A mi értékelésünk feltételezi, hogy a társaság új pénzügyi eszközöket próbál majd szerezni aktívák eladásán keresztül (a lengyel aktívák eladását vagy a frankfurti közmű 77%-os részesedése eladását fontolja), vagy banki hitel által. A Gazprommal való egyesülésről szóló spekulációk sikertelenül végződtek, ami az RWE AG-re nem hat pozitívan, mivel így drágább földgázt kell vásárolnia. Továbbá az RWE 8 ezer munkahelyet szüntet meg az atomenergiától való elállás miatt. A legutóbbi értékeléshez képest nagy mértékben csökkentek az emissziós kvóták árai, ezért csökkent a villamos energia ára is. Az értékelésünkben enyhén csökkent a diszkontráta, emelkedtek a befektetési kiadások és frissítésre került a munkaerő-tőke.

A társaság jellemzése

A német RWE AG villamos energiát gyárt, szállít és értékesít, továbbá földgázt, olajat és szenet termel és ivóvizet szállít. Az RWE AG a két legnagyobb európai piac (Németország, Nagy Britannia) és közép-kelet Európa vezető vállalata. A villamos energia esetében a második legnagyobb vállalat Németországban és Magyarországon, a harmadik pedig Nagy Britanniában és Szlovákiában. A gáz szállításban első Csehországban és a harmadik Nagy Britanniában és Németországban.

Az atomenergiától való elfordulás a kitermelt villamos energia csökkenésében tükröződött, és jelentősen emelkedett a barna szénből termelt villamos energia, mivel az atomenergiát pótolni kell és a megújuló energiák nem stabilak és drágák, ebbe pedig a német politikusok valószínűleg nem gondoltak bele. A japán fukushimai atomerőmű robbanása után hét atomerőmű volt bezárva Németországban, és az RWE AG kénytelen volt bezárni a Biblis A és B erőműveket. A Gundremmingen B és C atomerőművek várhatóan 2016 és 2017-ben lesznek bezárva (az eredeti terv 2029 és 2030 volt). Az Emsland atomerőmű legkésőbb 2022-ben lesz bezárva.

A villamos energia termelésének kiesését a vállalat a piacon pótolta. Az adózás, leírás és amortizáció előtti EBITDA nyereség 2011 3Q-ben évközben Németország esetében 22%-kal, Hollandia esetében 26%-kal és Közép- és Kelet-Európa esetében 2%-kal csökkent, elsősorban az atomerőművek bezárása miatt. Az üzemi nyereségnél hasonló a helyzet, csak nagyobb intenzitással, ami a mi esetünkben csupán nagyobb csökkenést jelent az egyes országoknál vagy régióknál. A magasabb befektetések miatt, amelyek a villamos energia gyártásának kiesését próbálják pótolni, a társaság nagyobb mértékben adósodott el és 30 mrd. EUR-ra emelkedett a társaság nettó adóssága, ami a mi értékelésünkben a befektetésre szánt kiadások emelkedésében és hitelt megtestesítő értékpapírok kibocsátásában és jövőbeni banki hitelekben tükröződik. Továbbá az értékelésünkben frissítettük a munkaerő-tőkét, elsősorban a rövid távú aktívák és passzívák csökkenése következtében, amit az alacsonyabb üzemi aktivitás okozott. Továbbá növeltük a leírások nagyságát is, amelyek magasabbak jelenleg és a jövőben is a növekedő befektetési aktivitás miatt.

Az előző értékeléshez képest enyhén emeltük a hozamokat, ami összhangban van a menedzsment kijelentésével, amely évközben stabil bevételekkel számít.

1. táblázat: Az eredeti eredménykimutatás rövidített változata

Eredménykimutatás millió €-ban	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Bevételek	50 722	50 557	52 022	54 627	57 362	60 235	61 979
Az eladott termékekre fordított költségek	33 176	33 503	34 474	36 200	38 012	39 916	41 072
A rendszeres tevékenységből származó nettó nyereség	6507	5988	5918	6198	6328	6447	6123
Nettó nyereség	3602	3367	3096	3328	3461	3586	3417
A részvényeseknek jutó nettó nyereség	3308	2876	2606	2838	2971	3096	2927

Forrás: Fio banka,a.s.

De mivel a társaság fokozatosan elfordulni kényszerül az atomenergiától, csökkent az EBITDA, az üzemi nyereség és a rendszeres tevékenységből származó nyereség kilátása is 2011-re, ami a 2. táblázatból látható.

2. táblázat: Az új eredménykimutatás rövidített változata

Eredménykimutatás millió €-ban	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Bevételek	50 722	50 601	52 069	54 677	57 414	60 289	62 037
Az eladott termékekre fordított költségek	33 176	34 591	35 594	37 377	39 248	41 213	42 408
A rendszeres tevékenységből származó nettó nyereség	6507	4583	4686	5026	5322	5621	5520
Nettó nyereség	3602	2276	2315	2586	2829	3074	3053
A részvényeseknek jutó nettó nyereség	3308	1714	1755	2027	2269	2514	2493

Forrás: Fio banka,a.s.

Értékelési modellek és feltételeik

3. táblázat: A diszkontráta kiszámításához alkalmazott tőkepiaci árfolyamok új modellje (CAPM)

Államkötvények hozama*	3,9414
Béta**	0,89
Piaci kamatláb***	7,10
Diszkontráta	6,7

*A kockázatmentes kamatláb a tízéves államkötvények hozamai alapján lett kiszámítva

** A Béta regressziós módszerrel, havi adatokból lett kiszámítva

*** A piaci kamatláb a DAX index nyereségességét jelenti

Forrás: Fio banka, a.s.

Az RWE AG társaság részvényeinek belső értékének (célárának) meghatározása

Az RWE AG társaság értékelésére a Részvényesek részére rendelkezésre álló szabad CF (Free Cash Flow to Equity – FCFE) modellt használtuk, amelyet csak pozitív cash flow esetében lehet használni, ami az egyik feltételezésünk. Az RWE AG társaság részvényeinek végleges belső értéke 12 hónapos időtávra lett meghatározva. Az egyes értékelési modellek paramétereinek kiszámítására saját, szakmai becslések voltak felhasználva a kiszámítás során, a Bloomberg ügynökség kihirdetett becsléseivel és az RWE AG menedzsment kilátásaival kombinálva.

A diszkontráta kiszámítására a tőkepiaci ármodell (CAPM) volt használva, lásd: 3. Táblázat. A kockázatmentes kamatláb a tízéves államkötvények súlyozott hozamaiból volt kiszámítva. A Béta havi adatok regressziós módszerével volt kiszámítva és a piaci kamatráta az index jövedelmezőségét jelenti.

Az RWE AG társaság részvényeinek értékelésére a többfázisú FCFE modell volt használva, amelyben a szabad pénzáramlásokat 2011 – 2015 közötti időszakra becsüljük fel és 2016-tól a végtelenségig pedig a társaság tartós értékét becsüljük fel, lásd 4. táblázat.

Az RWE AG társaság értékelése

Az RWE AG részvények belső értéke az FCFE modell alapján 33 euróra volt kiszámítva, 12 hónapos időtávra, az eredeti becslés 43 euró volt.

4. táblázat: Az FCFE új kiszámítása

A részvényesek részére rendelkezésre álló CF (FCFE) kiszámítása mil. EUR-ban.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Free Cash Flow to Equity (FCFE)	(5 244)	(1 880)	331	605	498	1 120	966
Az FCFE emelkedése							0,03
A társaság tartós értéke							28114
Diszkontált FCFE		(1 651)	272	466	359	757	19 012
A diszkontált FCFE összege							19 216
A részvényenkénti diszkontált FCFE		33					

Forrás: Fio banka,a.s.

Az RWE AG részvények alulértékelték, ezért vásárolni javasoljuk őket.

SWOT ELEMZÉS

ERŐSSÉGEK

- Széles termék portfólió
- Effektív költség-kezelés a megvalósított szerkezetátalakításnak köszönhetően

GYENGESÉGEK

- Az atomerőművek portfóliója, melyek fokozatosan be lesznek zárva
- Magas befektetési költségek, melyek az atomenergiától való elállással függnék össze, a megújuló energiával ill. egyéb energiával való pótlás, ami a új részvények jegyzésével függ össze, mivel a társaság el van adósodva

LEHETŐSÉGEK

- Németországgal folytatott bírósági per az atomerőművel korábbi bezárásával kapcsolatban, amely érdekes pénzbeli kompenzációhoz vezethet
- A közép- és kelet-európai régió jelentős növekedési esélye
- Az RWE AG európai elosztó hálózata az egyes termékek kereszt-értékesítéseit teszi lehetővé
- Nagyobb összpontosítás az olaj és földgáz kitermelésre

VESZÉLYEK

- Az atomerőművek bezárása a nyereségi marzs csökkenéséhez vezet és a villamos energia termelését kevésbé hatásos források helyettesítik

A felfebb említett kockázatok a jövőben negatív befolyással lehetnek a társaság gazdálkodására és negatívan befolyásolhatják a modell főbb feltételezéseit. A vártnál alacsonyabb hozamok és nyereségesség esetében a kiszámított belső érték túlértékelt lehet.

Ing. Robin Koklar, MBA
Pénzügyi elemző
www.fio.hu
robin.koklar@fio.cz

Kidolgozta a a Fio banka, a.s. (a továbbiakban „Fio”). A Fio a Burza cenných papírů Praha, a.s. (Prágai Értéktőzsde) tagja, és a SPAD szegmens 13 kibocsátásának árjegyzője. A Fio nem árjegyző a Kit Digital, Inc. kibocsátásánál.

Az összes közzétett információ csupán tájékoztató és ajánló, nem kötelező jellegű, és a Fio nézetét fejezi ki. Nem lehet kizárni, hogy - tekintettel azon meghatározó tényezők változására, melyek alapján a közzétett információk és befektetési ajánlások készültek, illetve más tényezőkre, valamint a piac alakulására való tekintettel - a közzétett információk és befektetési ajánlások a jövőben hiányosnak vagy helytelennek mutatkoznak. A Fio a befektetési döntést meghozó személyeknek azt ajánlja, hogy az ezen információk szerinti befektetések megvalósítása előtt konzultálják annak helyességét a brókerrel. A Fio nem felel ezen dokumentum tartalmának jogosulatlan vagy reprodukált terjesztéséért vagy közzétételért.

A Fio kijelenti, hogy nincs közvetlen vagy közvetett, 5%-osnál nagyobb részesedése egyetlen olyan pénzügyi eszközök kibocsátójának alaptőkéjén sem, melyekkel a szabályozott piacokon kereskednek. A szabályozott piacokon kereskedett pénzügyi eszközök egyik kibocsátója sem rendelkezik több, mint 5%-os közvetlen vagy közvetett részesedéssel a Fio alaptőkéjén. A Fio a pénzügyi eszközök egyik kibocsátójával sem rendelkezik a befektetési ajánlások készítését és terjesztését érintő, vagy más, a befektetési szolgáltatások nyújtásáról szóló megállapodással. A pénzügyi eszközök kibocsátói közzétételük előtt a befektetési ajánlásokkal nincsenek megismertetve. A Fio az utóbbi 12 hónapban nem volt sem vezető menedzser, sem társ vezető menedzser egyik pénzügyi eszköz nyilvános kibocsátásánál sem. A befektetési ajánlások készítésében részt vevő személyek javadalmá nem a Fio vagy a hozzá kötődő személyek ügyleteitől van vonatkoztatva. E személyek más eszközökkel sincsenek készítve bizonyos fokú vagy irányú befektetési ajánlások közzétételére. A Fio a befektetési ajánlások készítése során az érdekütközéseket megfelelő belső felosztással előzi meg, mely magába foglalja az egyes belső részlegek közti információ-áramlás korlátozását, valamint a rendszeres belső ellenőrzést. A Fio banka, a.s. felügyeletét a Česká národní banka (Cseh Nemzeti Bank) látja el.

Ezt a dokumentumot a Fio o.c.p., a.s. a Fio banka, a.s. társaságtól vette át, s ezért a tartalmáért nem felel.

A Fio o.c.p., a.s. felügyeletét a Národná banka Slovenska (Szlovákia Nemzeti Bankja) látja el.

Vétel - a piaci árfolyam több mint 15%-os növekedésére van lehetőség a meghatározott célárhoz képest.

Akkumulálni - a piaci árfolyam 5-15% közötti árfolyamnövekedésére van lehetőség, a meghatározott célárhoz, a pozícióba való belépéshez ki lehet használni a piaci mozgásokat.

Tartani - a piaci árfolyam +5% és -5%-os mozgási lehetőséget nyújt, a meghatározott célárhoz képest.

Csökkeníteni - a piaci árfolyam 5-15%-os csökkenésére van lehetőség a meghatározott célárhoz képest, a pozíció zárásra a piaci mozgásokat lehet kihasználni.

Eladás - a piaci árfolyam több mint 15%-os csökkenésére van esély a meghatározott célártól.

A piac nagyobb volatilitásánál rövid távon nem feltétlen kell bekövetkeznie a befektetési ajánlás változásához azonnal a százalékos határ elérése után.