



Marek Hatlapatka
analytik
hatlapatka@cyrrus.cz

EXPANZE DO RUSKA A ZPĚTNÝ ODKUP AKCIÍ

AKTUÁLNÍ KURS: € 120,9

DOPORUČENÍ: KOUPIŤ

E.ON AG
Utility
26.6.2007

Základní informace

Datum hodnot	25. 6. 2007
Cena akcie	120,9 EUR
Vydaných akcií	962 mil. ks
Tržní kapitalizace	83,7 mld. EUR
52 týdenní max.	125,1 EUR
52 týdenní min.	81,5 EUR
Beta	1,13
Váha v DAX	10,0%

Akcionářská struktura

Institucionální investoři	69,1%
E.ON	4,9%
Ostatní free float	26,0%

Poměrové ukazatele

	2004	2005	2006
PE ratio	18,2	10,7	15,5
EV/EBITDA	11,5	9,6	7,8
EPS	6,6	11,2	8,1
DPS	2,4	3,9	4,4
ROE	13,7	17,0	10,9
ROA	3,8	6,1	5,6

Vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

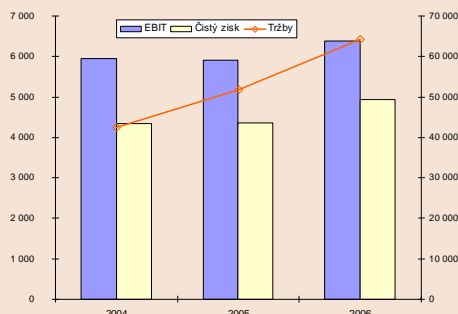
Profil společnosti

- E.ON AG je druhou největší energetickou společností v Evropě a nejdůležitějším dodavatelem elektrické energie a zemního plynu ve střední Evropě. S ročními tržbami 64 mld. EUR a cca 81 mil. zákazníky je spolu s firmou Siemens největší německou společností obchodovanou na burze.
- E.ON vyrábí a dodává elektrickou energii na domácím německém trhu, dále působí ve vybraných zemích střední a východní Evropy (včetně ČR), ve Skandinávii, Velké Británii a také ve Spojených státech. Kromě toho se zaměřuje také na těžbu a dodávky zemního plynu prostřednictvím své dceřiné společnosti E.ON Ruhrgas. **Velkou předností společnosti je významný podíl elektřiny vyráběný v jaderných elektrárnách.**
- Akcie společnosti se obchodují na německých burzách a prostřednictvím programu ADR také na New York Stock Exchange. Díky tomu, že ve společnosti E.ON nemá žádný podíl stát a ani velký strategický investor, obchodují se téměř všechny vydané akcie na trzích, což se odráží ve vysoké likviditě a zobchodovaných objemech.
- Akcie E.ON jsou součástí prestižního německého indexu DAX s druhou nejvyšší vahou (9,9%). **Za posledních 12 měsíců posílily akcie E.ON o 45%, čímž překonaly růst indexu evropských utilit (DJ Europe Utilities index), který za stejné období přidal „pouze“ 33%.**

Hospodářské výsledky a vývoj za rok 2006

- Čistý zisk za rok 2006 klesl z 7,41 mld. EUR na 5,06 mld. EUR, což výrazně překonalo očekávání trhu 4,33 mld. EUR. Důvodem meziročního poklesu jsou jednorázové příjmy, které E.ON vykázal v roce 2005 díky prodeji některých aktiv. Ještě důležitějším měřítkem úspěšnosti utility než čistý zisk je vývoj tržeb. **E.ON dokázal za celý loňský rok utržit 67,8 mld. EUR (čisté tržby 64,2 mld. EUR), což je nejlepší výsledek v historii firmy a více než očekávaných 65,1 mld. EUR.**
- Vysoké ceny elektřiny a růst poptávky po zemním plynem spolu s úspornými opatřeními na straně nákladů - to byly hlavní příčiny **50% meziročního nárůstu čistého zisku společnosti E.ON za 1q2007**. Vedení společnosti díky úspěšnému startu do roku 2007 zvýšilo výhled zisku pro celý letošní rok a nyní očekává meziroční nárůst o 5-10%, což je vzhledem k vysoké loňské základně velmi pozitivní.
- Směr, kterým se pod vedením šéfa firmy Bernolata E.ON v posledních letech ubírá, se jednoznačně ukazuje jako správný. Hlavními prvky strategie je odprodeje těch částí skupiny, které přímo nesouvisí s elektrárenským a plynárenským byznysem, a soustředění se na akvizice na rychle se rozvíjejících trzích střední a východní Evropy (v loňském roce E.ON například nakoupil divizi obchodu a skladování plynu maďarského MOLu).

Hospodaření v číslech (mil. EUR)



Ukazatele na akcii (v EUR)	2004	2005	2006
Tržby na akcii	64,5	78,7	97,4
Zisk na akcii	6,6	11,2	8,1
VK na akcii	48,5	64,3	69,1
Dividenda na akcii	2,4	3,9	4,4

Ziskovost	2004	2005	2006
EBITDA marže (%)	19,8	18,2	16,8
EBIT marže (%)	14,1	11,4	11,0
Zisková marže (%)	10,2	14,3	8,7

Návratnost	2004	2005	2006
ROE (%)	13,7	17,0	10,9
ROA (%)	3,8	6,1	5,6
ROI (%)	9,9	14,4	10,0

Rizikovost (x)	2004	2005	2006
Cizí zdroje/VK	0,35	0,23	0,20
Čistý dluh/VK	0,22	0,17	0,15
Běžná likvidita	1,3	1,5	1,2
Beta	NA	NA	1,13

Očekávaný růst	EPS CAGR 06-08	DPS CAGR 06-08
	5,0%	14,6%

Zdroje: E.ON, Bloomberg, CYRRUS, a. s.

Poslední významné události

- Několikaměsíční snaha společnosti E.ON o koupi španělské utility Endesa nevyšla, když nabídku na převzetí překonala italská společnost ENEL. Nicméně firma nerezignovala na snahu o další rozvoj a minulý měsíc oznámila, že finanční prostředky, které si na nákup Endesy obstarala, použije na jiné akvizice, především na vysoce růstových trzích východní Evropy. **Celkem hodlá E.ON do roku 2010 investovat 60 mld. EUR.**
- V tomto směru je zajímavá především snaha o **expanzi do Ruska**, kde tamní energetický trh stále stojí před privatizací a případný výrazný vstup E.ONu na tento trh může být motorem růstu společnosti pro další roky. Kromě expanze do Ruska se E.ON soustředí na výstavbu nových elektráren. Zaměřuje se přitom na plynové elektrárny a nízkemisní uhelné zdroje s cílem minimalizovat negativní nákladový dopad emisních povolenek.
- Nejen do nových aktiv však hodlá E.ON investovat. Část volné hotovosti se management firmy rozhodl vrátit zpět akcionářům prostřednictvím programu **zpětného odkupu akcií**. Ten by měl dosahovat hodnoty 7 mld. EUR, což při aktuálních cenách představuje cca 8,5% celkového počtu akcií. Tento krok je, podobně jako například u společnosti ČEZ, elegantním řešením relativně nízkého zadlužení. **Zároveň se jedná o silnou podporu kurzu akcií po celou dobu zpětného odkupu, který je naplánován do konce roku 2008.**

Oborové srovnání (peer group)

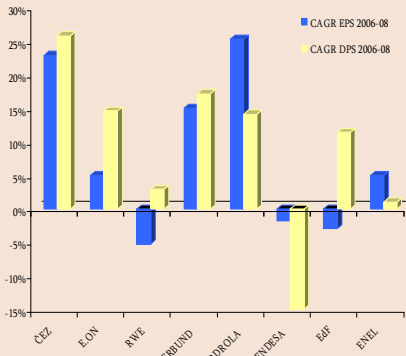
- Akcie společnosti E.ON se i přes nárůst tržní ceny o 45% za posledních 12 měsíců stále obchodují ve srovnání s konkurencí za relativně nízké násobky PE i EV/EBITDA. Vůči váženému průměru peer group se aktuálně obchodují akcie E.ON s 26% diskontem dle PE 2008e resp. s 23% diskontem dle EV/EBITDA 2008e. Na základě P/BV je tento diskont ještě výraznější (-54%) a v tomto smyslu se akcie E.ON obchodují za téměř poloviční ceny ve srovnání s konkurencí.

Tab. 1: Srovnání fundamentálních ukazatelů E.ON a peer group

	Price	CAGR EPS	CAGR DPS	CAGR EBITDA	EBITDA margin	EBITDA margin	NI margin	NI margin	ROE	ROA	D/E
	22.6.2007	06.08	06.08	06.08	2006	2007e	2006	2007e	2006	2006	2006
ČEZ	1 060,0	22,9%	25,8%	16,8%	40,2%	43,5%	17,9%	20,2%	14,3%	11,5%	77,5%
E.ON	119,1	5,0%	14,6%	8,6%	16,8%	17,6%	8,7%	7,4%	10,9%	5,6%	141,1%
RWE	77,9	-5,3%	2,9%	0,0%	20,4%	19,0%	9,0%	6,9%	29,1%	5,6%	562,3%
VERBUND	38,5	15,0%	17,2%	12,0%	34,1%	35,9%	17,4%	18,9%	23,0%	12,4%	168,3%
IBERDROLA	42,6	25,3%	14,1%	25,6%	34,6%	32,1%	14,8%	13,2%	16,6%	8,4%	212,9%
ENDESA	40,0	-1,7%	-15,0%	4,7%	34,7%	34,8%	14,4%	12,8%	18,4%	9,6%	239,4%
EdF	79,0	-2,9%	11,4%	6,3%	25,0%	25,6%	9,5%	7,8%	24,9%	5,3%	622,2%
ENEL	7,9	5,0%	1,0%	7,0%	21,1%	22,5%	8,1%	8,5%	15,8%	10,6%	186,5%
Medián	x	5,0%	12,8%	7,8%	29,5%	28,8%	12,0%	10,6%	17,5%	9,0%	199,7%
Weighted average	x	x	x	x	25,6%	25,9%	10,8%	9,7%	19,5%	7,2%	356,8%
E.ON vs median	x	x	x	x	-43,1%	-39,1%	-27,3%	-30,0%	-37,5%	-38,0%	-29,3%
E.ON vs VA	x	x	x	x	-34,3%	-32,3%	-19,8%	-23,4%	-44,0%	-23,2%	-60,4%

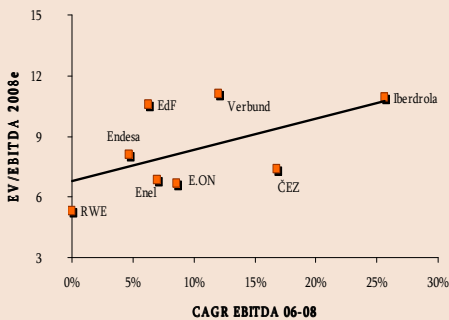
Zdroje: E.ON, CYRRUS, a.s.

Srovnání růstu zisku a dividendy na akcii



Zdroje: CYRRUS, a. s., Bloomberg.

Srovnání růstu EBITDA a EV/EBITDA



Zdroje: CYRRUS, a. s., Bloomberg.

- Uvedený diskont je částečně způsoben relativně nízkými ziskovými maržemi německých elektrárenských společností. E.ON dosahuje EBITDA marže pouze 16,8%, což je znatelně pod hodnotou odvětví 25,6%. Obdobná čísla nicméně vykazuje i druhá německá firma RWE (viz tab. 1). V nízkých ukazatelích ziskovosti a rentability se odráží relativně silně konkurenční prostředí na německém trhu.
- Pokud nicméně srovnáme E.ON s RWE, vidíme jednoznačně vyšší růstový potenciál. Průměrný roční růst zisku na akcii 5% (CAGR EPS 2006-08) vs. -5,3% u RWE, růst dividendy na akcii 14,6% vs. 2,9% u RWE a růst EBITDA (CAGR EBITDA 2006-08) 8,6% ročně vs. RWE 0,0%. Vyšší růstový potenciál ve srovnání s nejbližším konkurentem se přitom prakticky neodráží v tržním ocenění akcií E.ON. Relativně vyšší ocenění dle PE a EV/EBITDA je kompenzováno výrazně nižším oceněním akcií E.ON dle P/BV (téměř poloviční hodnoty ve srovnání s RWE i průměrem odvětví) a mírně nadprůměrný dividendový výnos ve srovnání s peer group.

Tab. 2: Srovnání ukazatelů tržního ocenění E.ON a peer group

	PE	PE	PE	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	P/BV	P/BV	P/BV	DY	DY	DY
	2006	2007e	2008e	2006	2007e	2008e	2006	2007e	2008e	2006	2007e	2008e
ČEZ	21,9	17,9	14,5	10,0	8,5	7,3	3,0	2,8	2,5	1,9%	2,4%	3,0%
E.ON	15,5	15,2	14,1	7,8	7,1	6,6	1,6	1,6	1,5	2,8%	3,3%	3,7%
RWE	10,6	13,4	11,8	5,3	5,6	5,3	2,9	3,0	2,7	4,5%	5,0%	4,8%
VERBUND	23,7	19,2	17,9	13,9	11,6	11,1	4,9	4,5	3,9	1,9%	2,4%	2,7%
IBERDROLA	29,7	23,0	18,9	17,3	12,9	10,9	4,7	2,6	2,5	2,4%	2,7%	3,2%
ENDESA	14,3	15,5	14,8	8,9	8,5	8,1	2,7	3,2	3,0	5,9%	3,9%	4,3%
EdF	25,7	31,1	27,3	11,9	11,6	10,6	5,8	5,7	5,1	1,5%	1,6%	1,8%
ENEL	16,1	15,1	14,6	7,8	7,2	6,8	2,6	2,5	2,5	6,2%	6,2%	6,3%
Medián	19,0	16,7	14,7	9,4	8,5	7,7	3,0	2,9	2,6	2,6%	3,0%	3,4%
Weighted average	20,5	21,4	19,0	10,4	9,4	8,6	3,8	3,6	3,3	3,1%	3,1%	3,4%
E.ON vs median	-18,4%	-8,8%	-4,2%	-17,1%	-16,1%	-13,9%	-47,2%	-44,6%	-42,3%	7,0%	9,1%	7,4%
E.ON vs VA	-24,1%	-28,8%	-25,7%	-24,5%	-24,1%	-22,8%	-58,8%	-55,2%	-53,7%	-9,1%	5,3%	8,3%

Zdroje: E.ON, CYRRUS, a.s.

- Výhodou E.ON je nízká úroveň zadlužení (po ČEZ nejnižší v odvětví), která ani po přijetí úvěru původně na nákup Endesy, dnes na financování expanze do Ruska a zpětného odkupu akcií, nevzroste zadlužení E.ON nad průměr odvětví. Přitom právě použití dluhu může významně posílit růstový drive společnosti v příštích letech a učinit tak současnou cenu akcií ještě atraktivnější. Směrem dolů se navíc můžeme spolehnout na významnou podporu v podobě programu zpětného odkupu akcií.

Shrnutí a doporučení

- Akcie společnosti E.ON za poslední rok posílily o 45% a svým růstem tak překonaly výkonnost celého sektoru. I přesto se v současné době obchodují s výrazným diskontem ocenění, který lze jen částečně přičíst nižším ziskovým maržím a rentabilitě. Neúspěch v soutěži o získání španělské Endesy přivedl management firmy E.ON k rozhodnutí přistoupit ke zpětnému odkupu akcií, který podobně jako například u společnosti ČEZ dává akciím E.ON významnou podporu. Vedení firmy navíc vážně uvažuje o expanzi na ruský trh, který je jednou z posledních možností, jak participovat na nadprůměrném růstu energetických trhů ve střední a východní Evropě. Aktuální vysoké ceny elektrické energie v Evropě se odrážejí na rekordních hospodářských výsledcích a vzhledem k očekávání podobného vývoje cen energií i pro příští měsíce je pravděpodobný další solidní růst zisků společnosti E.ON. **Tyto argumenty nás proto vedou k doporučení akcie německé energetické společnosti „KOUPIT“.**

Analýzy

Jan Procházka	Utility, média, letectví	prochazka@cyrrus.cz
Marek Hatlapatka	Zahraniční trhy, energetika, banky	hatlapatka@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Nemovitosti, farmacie	potmesil@cyrrus.cz

Trading & Sales

Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz
Marek Šperlich	Praha	sperlich@cyrrus.cz
Marie Kolovratová	Praha	kolovratova@cyrrus.cz
Michal Oplt	Brno	oplt@cyrrus.cz
Petr Bánovský	Brno	banovsky@cyrrus.cz
Eduard Tesař	Brno	tesar@cyrrus.cz

Portfolio management

Aleš Honsa	Praha	honsa@cyrrus.cz
Ondřej Svoboda	Brno	svoboda@cyrrus.cz

Corporate finance

Tomáš Kunčický		kuncicky@cyrrus.cz
----------------	--	--------------------

Upozornění: Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 (dále jen „společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. („BCPP“) a podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Informace nelze považovat za návrh na koupi a/nebo prodej jakéhokoliv investičního nebo jiného instrumentu nebo výzvy, podnětu nebo návrh na uzavření smlouvy. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena.

Standardně jsou investiční doporučení vydávána jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je v investičním doporučení výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučená jsou vydávána pro využití pákových produktů. Bližší informace k délce investičního horizontu investičních doporučení a stupňům investičních doporučení naleznete na <http://www.cyrrus.cz>.

Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCPP. Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

Brno
Veveří 111 (Platinum)
616 00 Brno
tel.: +420 538 705 711

Praha
Anděl Park – Vchod B
Radlická 14
150 00 Praha 5 Smíchov
tel.: + 420 221 592 361

e-mail: info@cyrrus.cz, cyrrus@cyrrus.cz
www.cyrrus.cz