



Fio banka, a.s.

Fio

Analýzy a doporučení

Nová fundamentální analýza společnosti Unipetrol, a.s.

Doporučení: koupit
Cílová cena: 241 Kč

8.7.2010

Unipetrol, a.s.

Nové doporučení - koupit

Předešlé doporučení – držet

Nová cílová cena – 241,- Kč

Předešlá cílová cena – 170,- Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

Na Pankráci 127

140 00 Praha 4

Česká republika

<http://www.unipetrol.cz>

Ticker: BAAUNIP (BCPP)

ISIN: CZ0009091500

Odvětví: rafinerie, petrochemie,
maloobchod s pohonnými hmotami

Počet vydaných akcií – 181 334 764

Tržní kapitalizace - 34 453,6 mil. Kč

Uzavírací cena k 7.7.2010 – 190,6 Kč

Roční maximum – 18.5.2010

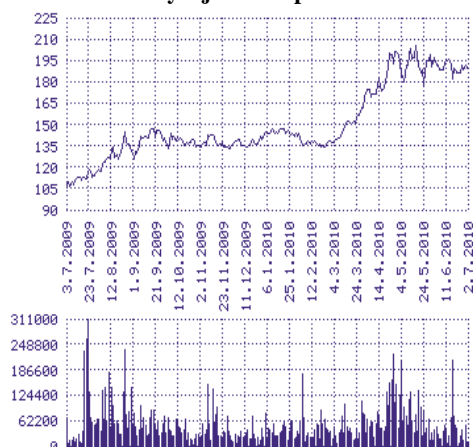
206 Kč

Roční minimum - 8.7.2009

107 Kč

Podíl v PX: 4,03 %

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Zdroj: BCPP

Přistupujeme ke změně našeho investičního doporučení pro akcie společnosti Unipetrol z držet na koupit a zvyšujeme cílovou cenu na hodnotu 241,- Kč za akcii z předešlých 170,- Kč.

Ke změně doporučení a ke zvýšení cílové ceny akcie Unipetrolu jsem se odhodlali zejména z důvodu vyšších rafinérských a petrochemických marží v prvním kvartále 2010 a jejich slibnému vývoji v budoucnosti. Na úrovni rafinérských a petrochemických prodejů nově odhadujeme pro roky 2012 a dále nárůst zhruba na úrovni hospodářského růstu eurozóny a očekávané inflace. V segmentu maloobchodu předpokládáme meziroční růst marže a prodejů zhruba na úrovni hospodářského růstu ČR.

Skupina Unipetrol se zabývá rafinérskou a petrochemickou výrobou a prodejem a distribucí pohonných hmot v rámci České republiky i středoevropského regionu. Společnosti skupiny se zabývají zejména výrobou a prodejem rafinérských výrobků, chemických a petrochemických produktů, polymerů, hnojiv a speciálních chemikálií. Skupina provozuje rovněž vlastní dopravní služby a financuje vlastní výzkum a vývoj. Unipetrol je přední rafinérskou a petrochemickou skupinou v České republice, významným hráčem ve střední a východní Evropě a od roku 2005 je součástí největší středoevropské rafinérské a petrochemické skupiny PKN Orlen.

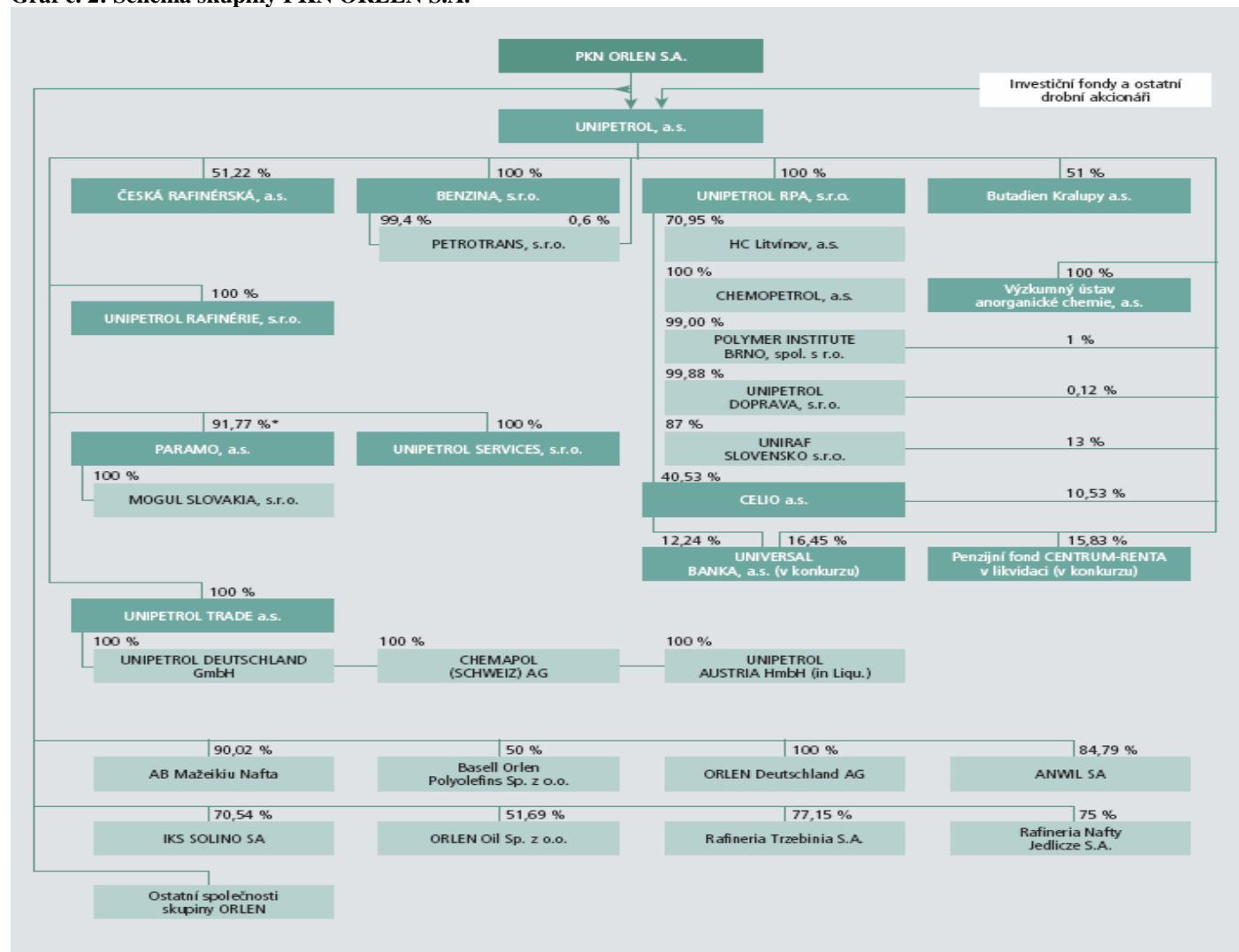
Mezi hlavní dceřiné společnosti patří Česká rafinérská, Paramo, Unipetrol rafinérie, Chemopetrol, Benzina a další viz graf č. 2. Unipetrol operuje ve třech segmentech a to konkrétně v rafinerii, petrochemii a maloobchodu. Hlavními rafinérskými produkty jsou pohonné hmoty jako motorová nafta a benzín a dále například asfalt, v jehož produkci se společnost řadí k nejvýznamnějším subjektům v České republice. Mezi petrochemické produkty patří zejména etylén, benzen, polyetylén či polypropylén. Maloobchod reprezentuje společnost Benzina, která provozuje největší síť čerpacích stanic v České republice.

Dceřiné společnosti Unipetrolu:

ČESKÁ RAFINÉRSKÁ, a.s., je největším zpracovatelem ropy a výrobcem ropných produktů v České republice. Provozuje rafinérie ropy v Litvínově a Kralupech nad Vltavou. Byla založena 28. dubna 1995.

Česká rafinérská je společným podnikem Unipetrolu a renomovaných zahraničních společností Eni a Shell. Česká rafinérská je provozována jako přepracovací rafinerie resp. nákladové středisko svých zpracovatelů, kteří nakupují ropu a ostatní suroviny ke zpracování v rafinériích v Litvínově nebo Kralupech nad Vltavou a veškerou produkci prodávají zákazníkům v tuzemsku a zahraničí. V současnosti Unipetrol disponuje podílem v České rafinérské ve výši 51,22 % a ENI International disponuje 32,445 % a Shell Overseas Investments 16,3 %.

Graf č. 2: Schéma skupiny PKN ORLEN S.A.



Zdroj: Unipetrol

PARAMO

Společnost Paramo se zaměřuje na zpracování ropy na rafinérské a asfaltářské výrobky a na výrobu mazacích a procesních olejů, včetně výrobků navazujících a pomocných. Firma rovněž nakupuje a zpracovává olejové hydrogenáty a hydrokrakáty z firmy Unipetrol RPA. Získané meziprodukty využívá při výrobě základových a mazacích olejů s velmi nízkým obsahem síry.

V roce 1994 se státní podnik Paramo Pardubice transformoval v akciovou společnost. Více než 70 procent jejích akcií přešlo do správy Fondu národního majetku. Tento balík akcií odkoupil v roce 2000 Unipetrol, který ke dni 31. prosince 2008 vlastnil 91,77 procentní podíl na základním jmění společnosti Paramo. Od 4. března 2009 je podíl společnosti Unipetrol v Paramu stoprocentní. K tomuto datu byla v souladu s obchodním zákoníkem převedena vlastnická práva minoritních akcionářů společnosti Paramo na Unipetrol.

| | |
|--|---|
| <p>Dceřiné společnosti skupiny Unipetrol</p> | <p>Paramo je stoprocentním vlastníkem společnosti s ručením omezeným Mogul Slovakia, která se zabývá nákupem a prodejem olejů a maziv.</p> <p>UNIPETROL RPA</p> <p>Unipetrol RPA je předním českým producentem v oblasti rafinérských, petrochemických a agrochemických surovin, což se odráží i ve zkratce RPA: rafinérie, petrochemie, agrochemie. Společnost na trh dodává především motorová paliva, topné oleje, asfalty, zkapalněné ropné produkty, olejové hydrogenáty, ostatní rafinérské produkty, olefiny a aromáty, agrochemikálie, saze a sorbenty, polyolefiny (vysokohustotní polyetylén, polypropylén). Společnost je rozdělena na jednu výrobní jednotku a tři obchodní jednotky a to podle typů produktů.</p> <p>BENZINA</p> <p>Benzina je obchodní společnost s nejrozsáhlejší sítí čerpacích stanic v České republice - momentálně jich provozuje 337 (stav ke 31. 7. 2009). Síť čerpacích stanic má v nabídce nejen kvalitní aditivované pohonné hmoty a prémiová paliva pro náročné požadavky zákazníků na moderní jízdu, ale také další sortiment zboží Benzina. Mimo prodeje na vlastních čerpacích stanicích zajišťuje i přímé velkoobjemové dodávky pohonných látek dalším obchodním partnerům a podnikatelským subjektům.</p> |
|--|---|

MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA

Tabulka č. 1: Makroekonomické ukazatele v ČR

| Makroekonomické ukazatele v ČR | | | |
|--------------------------------|--------|-------|-------|
| | 2008 | 2009 | 2010E |
| HDP* | 2,5* | -4,2* | 1,5 |
| Nezaměstnanost | 5,4** | 8,1** | 9,3 |
| Inflace | 6,3*** | 1*** | 1,6 |

* Zdroj: Český statistický úřad, meziroční reálný růst

**Zdroj: Ministerstvo práce a sociálních věcí

*** Zdroj: Český statistický úřad, měřeno průměrem meziročních spotřebitelských cen

Zdroj: Fio banka, a.s.

ANALÝZA ODVĚTVÍ

Z makroekonomického hlediska se Česká republika již vymanila z ekonomické recese, která byla způsobena propadem zahraniční poptávky po domácím zbožím a službách. V letošním roce očekáváme mírný růst domácí ekonomiky o 1,5 % při rostoucí nezaměstnanosti, která se v průměru dostane až na 9,3 % viz tabulka 1. Inflace měřená indexem spotřebitelských cen dosáhne v letošním roce dle našich odhadů 1,6 %. Vzhledem k tomu, že v parlamentních volbách vyhrála pravice lze očekávat fiskální disciplinovanost, která se sice projeví na pouze mírném hospodářském oživení, ovšem lze předpokládat, že si tak udržíme zájem o státní dluhopisy s příznivou úrokovou sazbou pro financování našeho dluhu.

Úrokové sazby ČNB (2T repo sazba) jsou na svém historickém minimu ve výši 0,75 % a v tuto chvíli lze předpokládat spíše stabilizaci, ovšem nelze vyloučit krátkodobý pohyb ani jedním směrem. Z pohledu ocenění společnosti Unipetrol je pozitivní, že domácí hospodářská situace se zlepšuje, což může vést ke zvýšení rafinérských i petrochemických marží v budoucnosti.

Ukazatel P/BV srovnává cenu akcie a účetní hodnotu společnosti, přičemž Unipetrol disponuje nižší než průměrnou hodnotou tohoto ukazatele, což ukazuje na relativní podhodnocenost Unipetrolu oproti konkurenci. Ukazatele rentability vlastního kapitálu, OPM (provozní marže) či P/E nemá smysl ve vztahu k Unipetrolu analyzovat, neboť oceňovaná společnost skončila v roce 2009 v čisté ztrátě, z toho důvodu jsou výše zmíněné ukazatele negativní, což postrádá smysl.

Tabulka č. 2: Srovnání těžebních společností

| Name | Chg Pct YTD | P/B | ROE | P/E | Est P/E Curr Yr | OPM | Rev - 1 Yr Gr | Debt/Com Eq | Dvd Ind Yld - Gross | EV/BE EVITDA Curr Yr | EV/EBITDA Nxt Yr |
|---------------------------|-------------|------|-------|-------|-----------------|--------|---------------|-------------|---------------------|----------------------|------------------|
| Average | 3.95 | 1.08 | 4.59% | 12.09 | 30.48 | 4.09% | -16.96% | 57.35% | 0.5789 | 7.43 | 6.33 |
| 1) GRUPA LOTOS SA | -8.14 | 0.58 | 14.62 | 2.30 | 9.51 | 2.96% | -12.12% | 85.33% | 0.0000 | 10.02 | 6.55 |
| 2) PETROL OFISI AS-A SHS | 10.43 | 1.20 | 9.99% | 10.01 | 12.91 | 4.46% | -18.06% | 47.30% | 0.0000 | 4.96 | 4.76 |
| 3) SLOVNAFT AS | -10.29 | 0.86 | -3.87 | N.A. | N.A. | -2.30% | -32.70% | 3.03% | 1.7544 | N.A. | N.A. |
| 4) MOL HUNGARIAN OIL AND | 9.41 | 1.49 | 9.54% | 6.65 | 10.36 | 3.78% | -8.74% | 84.53% | 0.0000 | 6.68 | 5.70 |
| 5) UNIPETROL AS | 35.48 | 0.91 | -2.19 | N.A. | 174.35 | -0.97% | -31.34% | 6.33% | 0.0000 | 7.40 | 6.00 |
| 6) PETROL | -16.71 | 1.55 | 2.96% | 22.23 | 13.51 | 1.99% | -20.88% | 142.40% | 2.2256 | 13.90 | 13.82 |
| 7) ISTRABENZ | 7.25 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | 4.44% | -7.75% | N.A. | 0.0000 | N.A. | N.A. |
| 8) POLSKI KONCERN NAFTOW | 6.77 | 0.82 | 7.10% | 5.35 | 14.91 | 1.51% | -14.59% | 69.88% | 0.0000 | 6.80 | 5.88 |
| 9) INA INDUSTRIJA NAFTE D | 2.73 | 1.45 | -3.29 | 22.46 | 12.68 | 12.30% | -24.94% | 72.33% | 0.0000 | 5.64 | 4.29 |
| 10) OMV PETROM SA | 18.07 | 1.07 | 5.36% | 20.08 | 14.70 | 11.04% | -20.06% | 52.92% | 0.0000 | 6.50 | 5.34 |
| 11) POLSKIE GORNICtwo NAF | -11.61 | 0.89 | 5.71% | 7.66 | 11.43 | 5.82% | 4.66% | 9.48% | 2.3881 | 5.01 | 4.60 |

Zdroj: Bloomberg

Podobně očekávané P/E pro rok 2010 dosahuje pro celé odvětví střední a východní Evropy hodnoty 12,09, ovšem Unipetrol vykazuje hodnotu přes 174, což je způsobeno očekávaným kladným výsledkem hospodaření. Výnosy společností v popisovaném odvětví poklesly v průměru o 16,9 %, přičemž Unipetrol vykázal v roce 2009 pokles výnosů o 31,3 %. Oproti konkurenci je společnost Unipetrol málo zadlužená, neboť zadluženost vlastního kapitálu dosahuje jen 6,3 %, přičemž průměr odvětví je daleko vyšší. Unipetrol vyplácel dividendu naposledy v roce 2007 a naše odhady počítají s výplatou dividendy až v roce 2015, ovšem společnost má momentálně 17 mld. Kč v nerozděleném zisku, takže je možné, že společnost se uchýlí k výplatě dividendy dříve. Poměrový ukazatel EV/EBITDA je součet tržní kapitalizace společnosti a čistého dluhu (rozdíl mezi úročenými dluhy firmy a její hotovostí) v čitateli s provozním ziskem na úrovni EBITDA ve jmenovateli a není ovlivněn různými odpisovými a jinými politikami firem. Popularita užívání ukazatele EV/EBITDA je dána mimo jiné právě zahrnutím zadluženosti firem do úvah o jejich hodnotě. Podle očekávaného podílového ukazatele EV/EBITDA pro letošní i příští rok vychází oceňovaná společnost mírně podhodnocená ve srovnání s průměrem odvětví, jak pro letošní, tak i pro příští rok. Z odvětvové analýzy vyšel Unipetrol vůči konkurentům z odvětví střední a východní Evropy jako podhodnocená společnost, což je do určité míry způsobeno čistou ztrátou za rok 2009.

Cena ropy

Cena ropy ovlivňuje výnosy a náklady společnosti Unipetrol. Cena ropy má zprostředkovaný vliv na hospodářský výsledek Unipetrolu prostřednictvím přecenění zásob. V případě, že abstrahujeme od přecenění zásob lze konstatovat, že rostoucí cena ropy se promítá do vyšších prodejních cen produktů (benzín, motorová nafta atd.) a nemá tak přímý dopad na hospodářské výsledky oceňované společnosti.

ANALÝZA SPOLEČNOSTI

Unipetrol operuje ve třech segmentech a to konkrétně v rafinerii, petrochemii a maloobchodu. Výnosy i náklady společnosti Unipetrol jsou ovlivněny cenou ropy, přičemž v našem ocenění předpokládáme postupný mírný růst ceny ropy BRENT. Navíc v naší prognóze předpokládáme s postoupným mírným nárůstem objemu prodejů jak v rafinérském, petrochemickém tak maloobchodním segmentu.

Segment rafinerie

Česká rafinérská, a.s. účtuje dceřiným společnostem svých akcionářů - zpracovatelům (Unipetrol RPA, Shell, Agip) tzv. „poplatek za zpracování“, přičemž veškerá tržní/cenová rizika jak za suroviny, tak za hotové produkty nesou akcionáři/zpracovatelé. Pro hospodaření segmentu rafinerie je určující výše marže jednotlivých produktů. Rafinérská marže se skokově zvýšila v prvním kvartále letošního roku, což bylo způsobeno mírným hospodářským oživením v Evropě a velmi nízkou základnou z roku 2009. Pro letošní rok lze předpokládat mírný nárůst prodejů rafinérských produktů z důvodu nízké srovnávací základny z minulého roku a mírného růstu evropského hospodářství. Management společnosti odhaduje letos 5 % nárůst objemu zpracované ropy i vyšší prodej rafinérských a petrochemických výrobků oproti roku 2009.

Tabulka č. 3: Kvartální výsledky segmentu rafinerie a odhad pro 2Q 2010 a 2010

| Externí výnosy rafinérská produkce v tisících Kč | 2Q2009 | 3Q2009 | 4Q2009 | 1Q2010 | 2Q2010E | 2010E |
|---|-----------|------------|------------|-----------|-----------|------------|
| Rafinérská produkce externí výnosy | 8 118 799 | 10 586 563 | 9 785 559 | 9 027 711 | 8 888 836 | 39 343 094 |
| Rafinérská produkce externí výnosy Q/Q | -0,008 | 0,304 | -0,076 | -0,077 | -0,015 | |
| Rafinérská produkce externí výnosy Y/Y | -0,454 | -0,406 | -0,052 | 0,103 | 0,095 | |
| Provozní náklady | 8 181 122 | 11 051 557 | 10 105 793 | 8 748 572 | 8 677 492 | 38 485 115 |
| Provozní náklady Q/Q | -0,039 | 0,351 | -0,086 | -0,030 | -0,020 | |
| Provozní náklady Y/Y | -0,408 | -0,378 | -0,104 | 0,152 | 0,174 | |
| Provozní hospodářský výsledek z rafinérské činnosti | -62 323 | -464 994 | -320 234 | 279 139 | 211 344 | 857 979 |

Zdroj: Unipetrol

Zdroj: Fio banka, a.s.

V rafinérském segmentu odhadujeme pro celý rok 2010 provozní zisk, neboť předpokládáme vyšší objem prodejů a vyšší meziroční marži rafinérských produktů viz tabulka č. 4.

Tabulka č. 4: Odhady modelových marží v segmentech rafinerie a petrochemie do konce letošního roku

| | 1Q2010 | 2Q2010E | 3Q2010E | 4Q2010E |
|---|--------|---------|---------|---------|
| Modelová rafinérská marže (Kč/bbl) | 75 | 57 | 41 | 43 |
| Modelová petrochemická marže z olefinů Kč/t | 7195 | 5423 | 3920 | 4161 |
| Modelová petrochemická marže z polyolefinů Kč/t | 6654 | 5016 | 3626 | 3848 |

Zdroj: Unipetrol

Zdroj: Fio banka, a.s.

Segment petrochemie

Petrochemické produkty zahrnují monomery, aromáty, ostatní petrochemické produkty a polyolefiny. Monomery se používají na výrobu polyetylenu, polypropylenu, etylenu a oxo-alkoholů, kyseliny akrylátové a akrylátů pro výrobu dalších chemických syntéz. Aromaty se používají pro výrobu benzenu a k chemickým syntézám. Ostatní petrochemické produkty se používají jako složka autobenzinů, jako nízkosíraté palivo nebo při výrobě motorových paliv. Polyolefiny jsou termoplastické materiály, které se používají k výrobě vstřikovaných výrobků. Management společnosti odhaduje vyšší prodej petrochemických produktů oproti roku 2009. I v segmentu petrochemie předpokládáme provozní zisk za celý rok 2010 z důvodu nárůstu petrochemických marží v prvním kvartále, které zůstanou na vysoké úrovni po zbytek roku.

Tabulka č. 5: Kvartální výsledky segmentu petrochemie a odhad pro 1Q 2010 a 2010

| Externí výnosy petrochemická produkce v tisících Kč | 2Q2009 | 3Q2009 | 4Q2009 | 1Q2010 | 2Q2010E | 2010E |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Petrochemické externí výnosy | 5 775 857 | 6 058 264 | 6 663 592 | 7 254 072 | 7 616 776 | 29 876 657 |
| Výnosy z petrochemie Q/Q | 0,184 | 0,049 | 0,100 | 0,089 | 0,050 | |
| Provozní náklady | 6 232 744 | 5 839 525 | 6 630 821 | 7 157 099 | 7 540 025 | 29 590 301 |
| Provozní hospodářský výsledek z petrochemické činnosti | -456 887 | 218 739 | 32 771 | 96 973 | 76 751 | 286 356 |

Zdroj: Unipetrol

Zdroj: Fio banka, a.s.

Segment maloobchod

Sektor maloobchodního prodeje je ve skupině Unipetrol zastoupen společností BENZINA, která disponuje nejrozsáhlejší sítí čerpacích stanic v České republice. Momentálně jich provozuje více než 330. Tyto čerpací stanice mají v nabídce nejen kvalitní aditivované pohonné hmoty a prémiová paliva, ale také další sortiment zboží Benziny a doprovodné služby. Strategie společnosti BENZINA pro letošní rok spočívá v nárůstu tržního podílu na maloobchodním trhu motorových paliv nad 14 %. BENZINA hodlá dosáhnout výše zmíněného cíle prostřednictvím nárůstu prodejní sítě společnosti o 3 nové čerpací stanice a modernizace nebo rebranding 20 dalších. Management společnosti BENZINA uvedl, že maloobchodní marže bude ve druhém kvartále 2010 ve srovnání s prvním kvartálem nižší, na druhou stranu očekáváme, že prodeje společnosti budou ve druhém kvartálu vyšší. Z toho důvodu odhadujeme v segmentu maloobchodu nárůst provozního hospodářského zisku ve druhém kvartále 2010 oproti minulému kvartálu.

Tabulka č. 6: Kvartální výsledky segmentu maloobchod a odhad pro 1Q 2010 a 2010

| Výnosy z maloobchodu v tisících Kč | 2Q2009 | 3Q2009 | 4Q2009 | 1Q2010 | 2Q2010E | 2010E |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Výnosy externí z maloobchodu | 1 885 526 | 2 070 670 | 1 872 617 | 1 698 277 | 2 237 085 | 8 593 891 |
| Výnosy z maloobchodu Q/Q | 0,316 | 0,098 | -0,096 | -0,093 | 0,317 | |
| Provozní náklady | 1 698 758 | 1 829 352 | 1 664 610 | 1 567 447 | 2 075 268 | 7 964 399 |
| Provozní náklady Q/Q | 0,235 | 0,077 | -0,090 | -0,258 | 0,316 | |
| Provozní náklady Y/Y | -0,358 | -0,311 | -0,128 | 0,139 | 0,222 | |
| Provozní hospodářský výsledek z maloobchodu | 186 768 | 241 318 | 208 007 | 130 830 | 161 818 | 629 492 |

Zdroj: Unipetrol

Zdroj: Fio banka, a.s.

Pro hospodaření společnosti Unipetrol jsou kromě objemu prodeje rozhodující marže v jednotlivých segmentech, přičemž odhadujeme, že rafinérské a petrochemické marže se budou v následujících letech díky hospodářskému oživení mírně zvyšovat.

Tabulka č. 7: Výkaz zisků a ztrát a odhad pro 2010 a další roky

| Výkaz zisku a ztráty | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Rafinérské externí výnosy | 54 880 251 | 36 672 796 | 39 343 094 | 44 064 266 | 49 792 620 |
| Rafinérské externí výnosy Y/Y | 0,296 | -0,332 | 0,073 | 0,120 | 0,130 |
| Petrochemické externí výnosy | 33 402 505 | 23 376 058 | 29 876 657 | 32 864 323 | 36 479 398 |
| Petrochemické externí výnosy Y/Y | -0,091 | -0,300 | 0,278 | 0,100 | 0,110 |
| Externí výnosy z maloobchodu | 9 766 869 | 7 261 229 | 8 593 891 | 9 453 281 | 10 398 609 |
| Externí výnosy z maloobchodu Y/Y | 0,132 | -0,257 | 0,184 | 0,100 | 0,100 |
| Ostatní externí výnosy | 94 326 | 76 417 | 235 552 | 247 330 | 259 696 |
| Ostatní externí výnosy Y/Y | -0,910 | -0,190 | 2,082 | 0,050 | 0,050 |
| Výnosy celkem | 98 143 951 | 67 386 500 | 78 049 195 | 86 629 199 | 96 930 323 |
| Provozní náklady celkem | 97 141 332 | 68 040 225 | 76 235 539 | 84 572 579 | 94 652 777 |
| Provozní hospodářský výsledek před finančními položkami | 1 002 619 | -653 725 | 1 813 656 | 2 056 620 | 2 277 547 |
| Čisté finanční náklady | -981 482 | -564 007 | -535 807 | -589 387 | -648 326 |
| Zisk před zdaněním | 21 137 | -1 217 732 | 1 277 849 | 1 467 232 | 1 629 221 |
| Daň z příjmů | 44 554 | 372 458 | -255 570 | -293 446 | -325 844 |
| Zisk za účetní období | 65 691 | -845 274 | 1 022 279 | 1 173 786 | 1 303 376 |

Zdroj: Unipetrol

Zdroj: Fio banka, a.s.

Dle našeho odhadu přistoupí oceňovaná společnost k výplatě dividendy až v roce 2015, ovšem nelze vyloučit ani dřívější výplatu dividendy.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Tabulka č. 8: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

| | |
|-----------------------------------|-------|
| Desetiletý český státní dluhopis* | 4,095 |
| Beta** | 0,95 |
| Tržní úroková míra*** | 7,71 |
| Diskontní sazba | 7,5 |

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosu do splatnosti českého státního dluhopisu 3 3/4 se splatností 12.9.2020

**Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou

***Tržní úroková míra představuje výnosnost indexu PX a je počítána z měsíčních dat a to aritmetickým průměrem z jednotlivých ročních průměrů od roku 2000

Zdroj: Fio banka, a.s.

Stanovení vnitřní hodnoty (cílové ceny) akcie společnosti Unipetrol

Pro ocenění společnosti Unipetrol 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. Společnost Unipetrol je málo zadluženou společností z toho důvodu výše zmíněný oceňovací model lépe odráží podmínky společnosti než model volného peněžního toku pro akcionáře i věřitele (FCFF). Výsledná vnitřní hodnota akcií společnosti Unipetrol 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. 8. Bezriziková úroková sazba byla vypočtena z výnosu desetiletého českého státního dluhopisu (3 3/4 se splatností 12.9.2020). Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou a tržní úroková míra představuje výnosnost indexu PX a je kalkulována taktéž z měsíčních dat.

Pro ocenění akcií společnosti Unipetrol 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. 9. **Vnitřní hodnota akcie společnosti Unipetrol je stanovena pomocí modelu volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE) s časovým horizontem 12 měsíců na 241,- Kč.**

Tabulka č. 9: Výpočet cílové ceny akcie Unipetrolu pomocí modelu volného peněžního toku pro akcionáře

| Výpočet Free cash flow to equity (FCFE) v tisících Kč | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|----------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|
| Free Cash Flow to Equity (FCFE) | (18 053) | 1 345 556 | 675 511 | 655 456 | 628 267 | 592 874 | 596 125 | 2 188 300 |
| Růst FCFE | | | | | | | | 0,040 |
| Pokračující hodnota společnosti | | | | | | | | 62 068 262 |
| Diskontovaný FCFE | | 1 251 382 | 584 263 | 527 239 | 469 998 | 412 479 | 385 714 | 40 160 350 |
| Součet Diskontovaného FCFE | | 43 791 425 | | | | | | |
| Diskontované FCFE na akcii | | 241 | | | | | | |

Zdroj: Odhad Fio banka,a.s.

Pro růst volného peněžního toku pro akcionáře do nekonečna počítáme s mírou ve výši 4 %. Citlivostní analýza ukazuje vliv změny parametrů diskontní sazby, FCFE růstu na vnitřní hodnotu akcie Unipetrolu. V případě poklesu diskontní sazby, roste vnitřní hodnota akcie a naopak v případě poklesu veličiny FCFE klesá vnitřní hodnota oceňované společnosti.

Tabulka č. 10: Citlivostní analýza diskontní sazby a FCFE růstu na vnitřní hodnotu akcie Unipetrolu

| FCFE růst | Diskontní sazba | | | | |
|-----------|-----------------|------|------|------|------|
| | 6,5% | 7,0% | 7,5% | 8,0% | 8,5% |
| 3,0% | 257 | 221 | 194 | 172 | 154 |
| 3,5% | 296 | 250 | 216 | 189 | 167 |
| 4,0% | 351 | 288 | 241 | 210 | 184 |
| 4,5% | 434 | 342 | 281 | 237 | 204 |
| 5,0% | 572 | 422 | 333 | 273 | 231 |

Zdroj: Fio banka,a.s.

| | |
|--|--|
| <p>Cílová cena akcie společnosti Unipetrol, a.s. je s horizontem 12 měsíců stanovena na hodnotě 241,- Kč.</p> <p>Akcie společnosti Unipetrol jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu doporučujeme jejich koupit</p> <p>SWOT ANALÝZA</p> <p>SILNÉ STRÁNKY</p> <p>SLABÉ STRÁNKY</p> <p>PŘÍLEŽITOSTI</p> <p>HROZBY</p> | <p>Pokud srovnáme závěrečnou cenu akcie společnosti Unipetrol ze dne 7.7.2009 ve výši 190,6 Kč s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 241,- Kč, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchoduje s diskontem ve výši 26 %. Akcie společnosti Unipetrol jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu je doporučujeme koupit a pro případné nákupy je možné vyčkat na vhodné výkyvy na akciovém trhu.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Oligopolní struktura ve většině rafinérských či petrochemických produktů • Benzina je jasným lídrem v oblasti prémiových paliv na českém trhu • Nízká zadluženost společnosti • Efektivní řízení nákladů díky proběhnuté restrukturalizaci • Silný zahraniční vlastník <ul style="list-style-type: none"> • Většina surové ropy putuje přes ropovod Družba, což v případě výpadku může způsobit problémy <ul style="list-style-type: none"> • Zaměření společnosti na expanzi mimo ČR <ul style="list-style-type: none"> • Další zvýšení podílu bioložky jako příměsí do pohonných hmot • Delší než plánované odstávky rafinerií či ekologická nehoda • Zpřísnění regulace pro emise CO2 <p>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.</p> |
|--|--|

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 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 8.7.2010 Fio banka, a.s. má platných 15 investičních doporučení. Z toho je 11 doporučení k nákupu, 3 doporučení akumulovat a 1 doporučení držet. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povětrné prezentaci investičních doporučení §7.