



Fio banka, a.s.

Fio

Analýzy a doporučení

Nová fundamentální analýza společnosti Unipetrol, a.s.

Doporučení: akumulovat
Cílová cena: 202 Kč

5.4.2011

Unipetrol, a.s.

Nové doporučení - akumulovat

Předešlé doporučení – akumulovat

Nová cílová cena – 202,- Kč

Předešlá cílová cena – 228,- Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

Na Pankráci 127

140 00 Praha 4

Česká republika

<http://www.unipetrol.cz>

Ticker: BAAUNIFE (BCPP)

ISIN: CZ0009091500

Odvětví: rafinerie, petrochemie,

maloobchod s pohonnými hmotami

Počet vydaných akcií – 181 334 764

Tržní kapitalizace - 32 mld. Kč

Uzavírací cena k 5.4.2011 – 174,61

Kč

Roční maximum – 19.8.2010

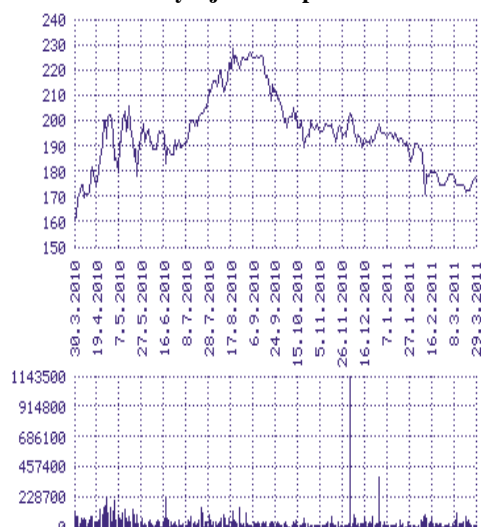
228,4 Kč

Roční minimum - 8.4.2010

169,5 Kč

Podíl v PX: 4,04 %

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Zdroj: BCPP

Snižujeme cílovou cenu pro akcie společnosti Unipetrol na 202, Kč za akcii z předešlých 228,- Kč, přičemž ponecháváme stávající doporučení na stupni akumulovat.

Ke snížení cílové ceny akcie Unipetrolu přispělo zejména horší než očekávané hospodaření maloobchodního segmentu a mírně horší výhled, což se projevilo oproti našemu původnímu ocenění v nižším očekávaném provozním a čistém výsledku hospodaření v letech 2011 až 2016. V maloobchodním segmentu nadále přetrvává nižší poptávka po benzínu z důvodu přetrvávajících cenových rozdílů (benzín i nafta v ČR jsou dražší než na Slovensku a o dost více než v Polsku) a tím souvisejících nákupů pohonných hmot v zahraničí.

Dále jsme oproti našemu původnímu ocenění snížili ostatní provozní hospodářský výsledek, do kterého spadají služby, které si účtují mezi sebou jednotlivé segmenty oceňované společnosti. Navíc jsme snížili tempo střednědobého růstu v segmentu petrochemie, přestože v novém ocenění odhadujeme vyšší provozní i čistý zisk v daném segmentu v roce 2011. Učinili jsme tak z důvodu poklesu objemu prodeje v petrochemickém segmentu v roce 2010, což ukazuje na slabou poptávku a kolísající petrochemické marže v budoucnosti. Od roku 2010 tedy vycházíme z nižší základny objemu prodeje v petrochemickém segmentu, což i přes vyšší očekávané petrochemické marže znamená, že v našem novém ocenění poklesne v tomto segmentu od roku 2012 a dále očekávaný provozní a čistý zisk. V rafinérském segmentu panuje situace opačná, neboť tento segment vykázal v roce 2010 vyšší provozní zisk než bylo předpokládáno v našem předešlém ocenění. V rafinérském i petrochemickém segmentu předpokládáme v novém ocenění nižší tempo růstu objemu prodeje a to v letech 2012 a 2013 z důvodů slabší poptávky po pohonných hmotách v ČR zejména ze strany přepravních společností a nižším zájmu o petrochemické produkty respektive.

Unipetrol je nízko zadlužená společnost, která momentálně disponuje peněžními prostředky ve výši 4,7 mld. Kč a vysokým nezadrženým ziskem, z toho důvodu lze očekávat, že společnost se bude snažit o akvizici (Čepro, a.s. podíl ENI v České rafinérské, a.s.) či vyplatí dividendu za předpokladu, že nebudou peníze nadále blokovány v mateřské strategii cash pooling (používá se u skupiny společností, kde na základě koncentrace peněžních zdrojů dochází ke zhodnocení nebo k dočasnému dorovnání rozdílu mezi debetními a kreditními zůstatky).

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, že cena ropy bude v roce 2011 postupně klesat ze svých maxim ve výši 116 USD za barel. V daném ocenění předpokládáme s postupným mírným nárůstem objemu prodeje jak v rafinérském, petrochemickém tak maloobchodním segmentu.

Segment rafinerie

V segmentu rafinerie očekáváme v letošním roce růst objemu prodeje, ovšem rafinérské marže jsou dle indikací z trhu v prvním kvartále 2011 oproti poslednímu kvartálu 2010 níže, což je znepokojující, ovšem ve druhém kvartále již odhadujeme mírně vyšší marže. Management společnosti zveřejnil, že očekává v letošním roce vyšší objemy prodeje, přičemž naše ocenění počítá s 5 % nárůstem rafinérských produktů.

Tabulka č. 2: Očekávaný vývoj rafinérského segmentu v roce 2011

v mil. Kč	1Q2011E	2Q2011E	3Q2011E	4Q2011E	2011E
Rafinérská produkce externí výnosy	12 018	14 600	14 463	12 912	53 993
Rafinérská produkce externí výnosy Q/Q	-0,003	0,215	-0,009	-0,107	
Rafinérská produkce externí výnosy Y/Y	0,331	0,159	0,138	0,071	
Provozní náklady	11 899	14 410	14 432	12 705	53 446
Provozní hospodářský výsledek z rafinérské činnosti	119	190	31	207	547

Zdroj: Fio banka, a.s.

Segment petrochemie

Segmentu petrochemie se z hlediska objemu prodejů v roce 2010 příliš nedařilo, neboť meziročně poklesly o 3 %, přičemž v roce 2011 odhadujeme velmi mírný růst objemu prodejů. Petrochemické marže vykazují pro první dva měsíce roku 2011 slušný nárůst zejména díky maržím z olefinů. Očekáváme mírný růst petchem marží ve 2 a 3 kvartále 2011 a v posledním čtvrtletí 2011 odhadujeme pokles.

Tabulka č. 3: Očekávaný vývoj petrochemického segmentu v roce 2011

Externí výnosy petrochemická produkce v mil. Kč	1Q2011E	2Q2011E	3Q2011E	4Q2011E	2011E
Petrochemické externí výnosy	8 000	8 380	7 577	7 720	31 678
Výnosy z petrochemie Q/Q	0,036	0,047	-0,096	0,019	
Provozní náklady	7 786	8 149	7 337	7 598	30 870
Provozní hospodářský výsledek z petrochemické činnosti	215	231	240	122	808

Zdroj: Fio banka, a.s.

Segment maloobchodu

Výhled managementu společnosti počítá v letošním roce s nárůstem prodejní sítě Benziny o 2 nové čerpací stanice, 1 samoobslužní čerpací stanice a modernizace nebo rebranding přes 10 dalších. Unipetrol by tak chtěl navýšit tržní podíl na maloobchodním trhu motorových paliv nad 14 %. Maloobchodní prodej byl poznamenán výše zmíněným cenovým rozdílem v pohonných hmotách, který nahrává zahraničním maloobchodním prodejcům, přičemž i v budoucnosti očekáváme pokračování tohoto trendu.

Tabulka č. 4: Očekávaný vývoj maloobchodního segmentu v roce 2011

Výnosy z maloobchodu v mil. Kč	1Q2011E	2Q2011E	3Q2011E	4Q2011E	2011E
Výnosy externí z maloobchodu	2 122	2 473	2 595	2 310	9 500
Výnosy z maloobchodu Q/Q	-0,046	0,165	0,049	-0,110	
Provozní náklady	1 988	2 337	2 423	2 198	8 945
Provozní hospodářský výsledek z maloobchodu	135	136	172	112	555

Zdroj: Fio banka, a.s.

Z tabulky č. 5 je patrné, že se naše nové odhady čistého zisku za účetní období 2011 a 2012 oproti původními ocenění snížily, což je způsobeno výše zmíněnými faktory.

Tabulka č. 5: Původní a nový odhad výkazu zisku a ztrát

Výkaz zisku a ztráty v mil. Kč	2009	2010	Původní odhad 2010E	Původní odhad 2011E	Nový odhad 2011E	Původní odhad 2012E	Nový odhad 2012E
Rafinérské externí výnosy	36 673	46 390	45 472	47 746	53 993	49 793	52 913
Petrochemické externí výnosy	23 376	30 978	30 075	32 864	31 678	36 479	36 479
Externí výnosy z maloobchodu	7 261	8 499	8 471	9 453	9 500	10 399	9 975
Ostatní externí výnosy	76	100	105	247	103	260	108
Výnosy celkem	67 387	85 967	84 123	90 311	95 274	96 930	99 475
Provozní náklady celkem	68 040	84 288	82 349	88 448	93 412	94 874	97 574
Provozní hospodářský výsledek před finančními položkami	-654	1 678	1 774	1 863	1 862	2 056	1 901
Čisté finanční náklady	-564	-492	-382	-420	-487	-462	-502
Zisk před zdaněním	-1 218	1 186	1 392	1 443	1 374	1 594	1 399
Daň z příjmů	372	-249	-258	-289	-275	-319	-280
Zisk za účetní období	-845	937	1 134	1 155	1 099	1 275	1 120

Zdroj: Fio banka, a.s.

Od roku 2011 a dále předpokládáme mírný růst provozních hospodářských výsledků jednotlivých segmentů vyjma ostatních, kde předpokládáme stabilní ztrátu, což je patrné z tabulky č. 6.

Tabulka č. 6: Nový odhad výkazu zisku a ztrát

Výkaz zisku a ztráty v mil. Kč	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Rafinérské externí výnosy	53 993	52 913	55 559	58 337	61 254	64 316
Provozní hospodářský výsledek z rafinérské činnosti	547	548	593	653	720	787
Petrochemické externí výnosy	31 678	36 479	38 303	40 219	42 229	44 341
Provozní hospodářský výsledek z petrochemické činnosti	808	810	859	947	1 044	1 140
Externí výnosy z maloobchodu	9 500	9 975	10 473	10 997	11 547	12 124
Provozní hospodářský výsledek z maloobchodu	555	591	615	653	692	742
Ostatní externí výnosy	103	108	113	119	125	131
Provozní hospodářský výsledek z ostatních výnosů	-48	-48	-48	-48	-48	-48
Výnosy celkem	95 274	99 475	104 449	109 672	115 155	120 913
Provozní náklady celkem	93 412	97 574	102 430	107 466	112 746	118 292
Provozní hospodářský výsledek před finančními položkami	1 862	1 901	2 019	2 206	2 409	2 621
Čisté finanční náklady	-487	-502	-552	-607	-668	-702
Zisk před zdaněním	1 374	1 399	1 467	1 598	1 741	1 919
Daň z příjmů	-275	-280	-293	-320	-348	-384
Zisk za účetní období	1 099	1 120	1 174	1 278	1 393	1 536

Zdroj: Fio banka, a.s., Unipetrol, a.s.

Dle našeho odhadu přistoupí oceňovaná společnost k výplatě dividendy už v roce 2012, anebo provede akvizici, neboť není dlouhodobě rentabilní zdržovat velké objemy peněžních prostředků, které je možné alokovat výhodněji, než v rámci cash poolingů v rámci skupiny.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Tabulka č. 7: Nový výpočet diskontní sazby

Desetiletý český státní dluhopis*	4,098
Beta**	0,92
Očekávaná tržní úroková míra***	12,76
Diskontní sazba	12,0

Zdroj: Fio banka, a.s., Bloomberg

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosu indexu desetiletého českého státního dluhopisu

**Beta je počítána z týdenních dat regresní metodou

***Očekávaná tržní úroková míra představuje očekávanou výnosnost indexu PX, která je počítána z odhadů analytiků vážených podle tržní kapitalizace pro jednotlivé akciové tituly

Zdroj: Fio banka, a.s., Bloomberg

Tabulka č. 8: Původní výpočet diskontní sazby

Desetiletý český státní dluhopis*	3,583
Beta**	0,90
Tržní úroková míra***	8,57
Diskontní sazba	8,1

*Bezriziková úroková sazba je počítána z indexu výnosu do splatnosti desetiletých českých státních dluhopisu

**Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou

***Tržní úroková míra představuje výnosnost indexu PX a je počítána z měsíčních dat od roku 2000

Zdroj: Fio banka, a.s., Bloomberg

Stanovení vnitřní hodnoty (cílové ceny) akcie společnosti Unipetrol

Pro ocenění společnosti Unipetrol použijeme opět 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. 7.

Pro ocenění akcií společnosti Unipetrol 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. 9.

Původní oceňovací model předpokládal stabilní růst krátkodobého finančního majetku z relativně nízké základy z roku 2009, ovšem nový model počítá s pozvolným snižováním krátkodobého finančního majetku od roku 2012. Změna trendu predikce krátkodobého finančního majetku byla způsobena nezvyklým nárůstem peněžních prostředků na konci roku 2010. Vyšší krátkodobý finanční majetek se tedy od roku 2012 bude dle našeho nového ocenění postupně snižovat, neboť Unipetrol zřejmě přistoupí k výplatě dividendy či uskuteční určitou akvizici.

Vnitřní hodnota akcie společnosti Unipetrol je stanovena pomocí modelu volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE) s časovým horizontem 12 měsíců na 202,- Kč, přičemž původní vnitřní hodnota byla ve výši 228 Kč.

Pro růst volného peněžního toku pro akcionáře do nekonečna počítáme s mírou ve výši 4 %.

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

Výpočet Free cash flow to equity (FCFE) v mil. Kč	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Free Cash Flow to Equity (FCFE)	(410)	1 038	248	1 898	310	1 271	4 732
Růst FCFE							0,040
Pokračující hodnota společnosti							58 832
Diskontovaný FCFE		926	197	1 349	196	720	33 318
Součet Diskontovaného FCFE		36 707					
Diskontované FCFE na akcii		202					

Zdroj: Fio banka,a.s.

Pokud srovnáme tržní cenu akcie společnosti Unipetrol ze dne 5.4.2011 ve výši 174,61 Kč s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 202,- Kč, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchoduje s diskontem ve výši 14 %. Akcie společnosti Unipetrol jsou momentálně mírně podhodnocené, z toho důvodu je doporučujeme akumulovat a pro případné nákupy je možné vyčkat na vhodné výkyvy na akciovém trhu. **Akcie společnosti Unipetrol jsou momentálně mírně podhodnocené, z toho důvodu je doporučujeme akumulovat.**

Citlivostní analýza ukazuje vliv změny parametrů diskontní sazby a FCFE růstu na vnitřní hodnotu akcie Unipetrolu. V případě poklesu diskontní sazby, roste vnitřní hodnota akcie a naopak v případě poklesu změny tempa FCFE klesá vnitřní hodnota oceňované společnosti.

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

Diskontní sazba					
FCFE růst	13,0%	12,5%	12,0%	11,5%	11,0%
3,0%	160	171	183	197	213
3,5%	167	179	193	208	226
4,0%	176	189	202	221	240
4,5%	185	200	216	235	257
5,0%	195	212	230	252	277

Zdroj: Fio banka,a.s.

Cílová cena akcie společnosti Unipetrol, a.s. je s horizontem 12 měsíců stanovena na hodnotě 202,- Kč.

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- Oligopolní struktura ve většině rafinérských či petrochemických produktů
- Benzina je jasným lídrem v oblasti prémiových paliv na českém trhu
- Nízká zadluženost společnosti
- Velký objem volných peněžních prostředků a nahromaděných zadržených zisků
- Efektivní řízení nákladů díky proběhnuté restrukturalizaci

SLABÉ STRÁNKY

- Většina surové ropy putuje přes ropovod Družba, což v případě výpadku může způsobit problémy

PŘÍLEŽITOSTI

- Akvizice společnosti Čepro či podíl ENI v České rafinérské

HROZBY

- Další zvýšení podílu bioložky jako příměsí do pohonných hmot
- Delší než plánované odstávky rafinerií či ekologická nehoda

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.

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 netříplné 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 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 5.4.2011 Fio banka, a.s. má platných 13 investičních doporučení. Z toho je 7 doporučení k nákupu, 1 doporučení držet a 3 doporučení akumulovat a 2 v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.