

UNIPETROL

Tradiční odvětví v moderním pojetí

Lucie Kundrátová
analytik
kundratova@cyrrus.cz

8. 4. 2008

Cílová cena: 352 CZK
Úvodní doporučení: Koupit

Základní informace

Datum	7. 4. 2008
Poslední záv. kurz	263 CZK
Vydaných akcií	181 mil. ks
Tržní kapitalizace	46 mld. CZK
Free-float	37,01 %
52 týdenní max.	346,90 CZK
52 týdenní min.	234,90 CZK
Beta vs. PX	0,99
Podíl v PX	4,45 %

Zdroj: Bloomberg, Unipetrol

Akcionářská struktura

PKN Orlen	62,99 %
Free-float	37,01 %

Zdroj: Unipetrol

Poměrové ukazatele 2007

ROA	7,33 %
ROE	3,02 %
Dluh/vl. kapitál	12,6 %
EPS	6,9 CZK
DPS	0 CZK
BVPS	297 CZK

Zdroj: Unipetrol, Cyrrus

Vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

Společnost Unipetrol je jednou z nejvýznamnějších společností působících v České republice. Za dobu svého působení si vybuodovala velmi silné postavení a stala se v podstatě symbolem pro petrochemický průmysl. Pod jejími barvami podniká několik společností, které společně pokrývají téměř všechny fáze petrochemické výroby – rafinérským zpracováním ropy počínaje, přes petrochemickou výrobu až k velkoprodeji a maloprodeji petrochemických produktů.

Mezi hlavní dceřiné společnosti patří Česká rafinérská, Paramo, Unipetrol rafinérie, Chemopetrol, Benzina a další. Ty zpracovávají především dva typy ropy – severomořskou ropu typu Brent a ruskou ropu typu REB. Hlavními rafinérskými produkty jsou pohonné hmoty – nafta a benzín a dále například asfalt, v jehož produkci se řadí k nejvýznamnějším subjektům v České republice. Petrochemické produkty reprezentují především etylén, polyetylén, polypropylén a benzen. Maloobchod potom reprezentuje společnost Benzina, která provozuje největší síť čerpacích stanic v České republice.

Privatizace společnosti Unipetrol proběhla v roce 2005, kdy se jejím majoritním vlastníkem stala polská petrochemická společnost PKN Orlen. Ta vlastní 63 % akcií, zbytek náleží drobným investorům.

Hospodaření Unipetrolu je externě ovlivněno vývojem ceny ropy. Ta se v posledních měsících vyšplhala na svá historická maxima a její další růst nelze vyloučit. Do hospodaření společnosti se promítá prostřednictvím rafinérských marží, které se v důsledku růstu ceny ropy snižují. Ve prospěch Unipetrolu v současnosti hraje posilování měnového kurzu koruny, které se stává polštářem pro růst ceny ropy. Větší význam na hospodaření má proto v současnosti probíhající restrukturalizace společnosti, s níž jsou spojeny nemalé náklady i odstávky výroby. To bylo příčinou nízké úrovně zisku v posledních dvou letech.

V porovnání s dalšími rafinérskými a petrochemickými společnostmi, které podnikají v regionu střední a východní Evropy, hraje pokles zisku znatelnou roli. Díky tomu vykazuje Unipetrol při srovnávání ukazatelů založených na zisku horší výsledky než ostatní společnosti. Naopak, pokud porovnáme společnosti podle ukazatelů zadluženosti nebo možností budoucího růstu, dosahuje Unipetrol nejlepších výsledků.

Akcie společnosti Unipetrol jsme ohodnotili pomocí modelu FCFE na 359 Kč. Jako alternativní metodu ohodnocení jsme použili tržní porovnání, na jehož základě jsme stanovili cílovou cenu 336 Kč. V celkovém hodnocení přikládáme větší váhu fundamentální analýze a tržní ocenění považujeme pouze za doplněk. Váženým průměrem těchto cen s váhami 70 % pro metodu FCFE a 30 % pro tržní srovnání stanovujeme cílovou cenu pro akcie Unipetrolu na **352 Kč**. Tato hodnota převyšuje současnou cenu akcie o 34 %. Na základě výše uvedené cílové ceny a při zohlednění aktuální situace na akciových trzích a budoucí růstové perspektivy společnosti doporučujeme akcie společnosti Unipetrol **koupit**.

Nejvýznamnější česká petrochemická společnost Unipetrol...

... je součástí polského koncernu PKN Orlen.

Její akcie je obchodují na BCPP.

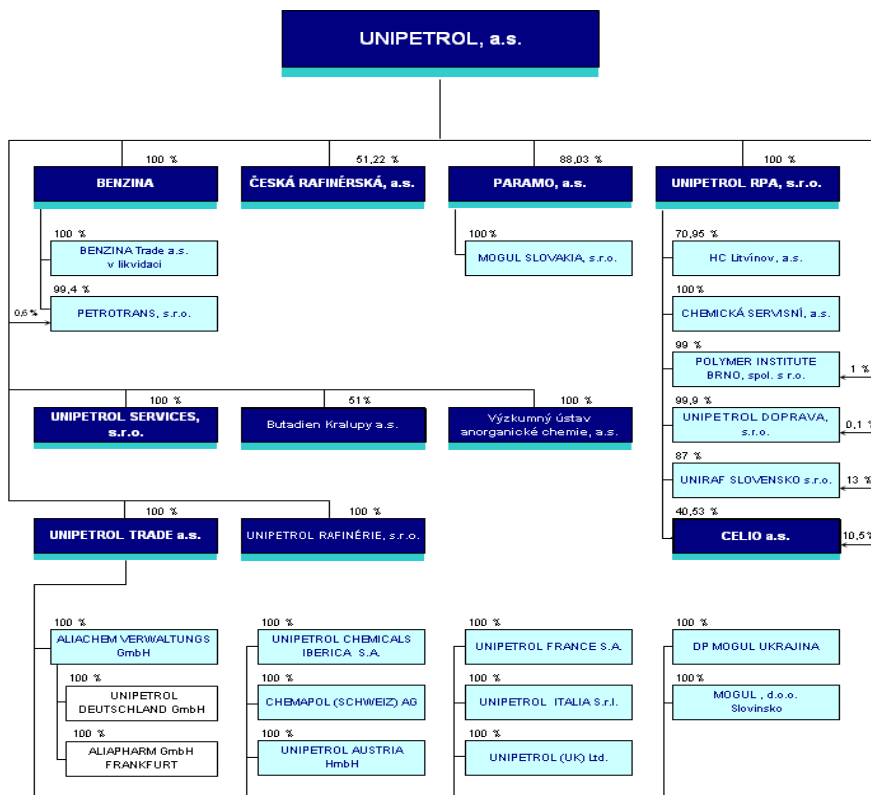
Profil společnosti

Skupina Unipetrol je nejvýznamnější českou společností podnikající v sektoru petrochemie a, měřeno podle výše tržeb, také třetí největší společností v České republice. Její součástí je několik společností, které se zabývají téměř všemi fázemi petrochemické výroby - rafinérským zpracováním ropy, produkcí petrochemických výrobků, velkoobchodem i maloobchodem. Skupina sdružuje také společnosti zabývající se činnostmi, které se zpracováním ropy přímo nesouvisí (například výzkumem, distribucí apod.), jejich podíl v rámci skupiny je však malý.

Dceřiné společnosti, které jsou ve skupině sdruženy, existují již mnoho let i desetiletí, jejich založení se datuje v některých případech až k předválečnému období. „Moderní“ historie ale začíná vytvořením akciové společnosti Unipetrol v roce 1994, která měla sdružit menší české petrochemické společnosti a obstát tak v konkurenci velkých zahraničních společností. Většinový podíl v této společnosti vlastnil stát, počítalo se však s jeho privatizací. K ní došlo v roce 2005. Státní 62,99% podíl v Unipetrolu odkoupila polská petrochemická společnost PKN Orlen. Spolupráce mezi Unipetolem a PKN Orlen byla dále posílena zahájením společenské strategie nazvané Program Partnerství. Program Partnerství má zesílit synergické efekty v rámci celého uskupení a zefektivnit provozní i obchodní aktivity. Kromě toho prochází v současnosti skupina Unipetrol procesem restrukturalizace, jehož součástí je také optimalizace struktury – prodej dceřiných společností, které nespádají do hlavní činnosti Unipetrolu a naopak posílení podílu ve společnostech, které jsou pro Unipetrol důležité, ale jeho podíl v nich není 100%.

Vlastní kapitál Unipetrolu je rozdělen do 181 mil. akcií, které jsou kótovány na Burze cenných papírů Praha.

Obr. 1: Skupina Unipetrol – dceřiné společnosti



Zdroj: Unipetrol

Skupinu tvoří mimo jiné Česká rafinérská,

Paramo,

Unipetrol RPA,

Benzina a další.

Hlavní dceřiné společnosti:

- **Česká rafinérská, a. s.** – provozuje 2 rafinérie (v Litvínově a v Kralupech nad Vltavou) a je tak největší společností zpracovávající ropu v České republice. Od roku 2003 fungují rafinérie na tzv. zpracovatelském režimu, to znamená, že zpracovatelé (v tomto případě akcionáři) obstarávají suroviny určené ke zpracování a rozhodují následně i o dalším využití hotových produktů, případně o jejich prodeji. V současnosti vlastní společnost Česká rafinérská tři akcionáři – největší podíl patří společnosti Unipetrol (51,2 %), o zbylou přibližně polovinu se dělí ENI International (32,4 %) a Shell Overseas Investments (16,3 %).

- **Paramo, a. s.** – provozuje rafinérii pro zpracování ropy a výrobu petrochemických produktů v Pardubicích. Mezi její produkty patří mimo jiné motorová paliva, automobilové a průmyslové oleje, ale především asfalt, v jehož produkci se Paramo řadí mezi nejvýznamnější subjekty v České republice. V rámci restrukturalizace skupiny Unipetrol se snižuje výroba asfaltu a asfaltových výrobků v České rafinérské právě ve prospěch Parama. Unipetrol drží ve společnosti Paramo 88% podíl.

- **Unipetrol RPA, s. r. o.** – vznikla teprve 1. 8. 2007, a to sloučením dříve samostatných společností **Unipetrol Rafinérie, a. s.** a **Chemopetrol, a. s.** Důvodem bylo zejména zjednodušení toků meziproduktů mezi jednotlivými dceřinými společnostmi a celkové zefektivnění petrochemické výroby. Unipetrol Rafinérie byla před sloučením s Chemopetrem nejvýznamnější českou společností zpracovávající ropu a prodávající ropné produkty. Za tímto účelem využívala, v souladu s majetkovým podílem, 51,2 % kapacity rafinérií České rafinérské a v rámci restrukturalizace převzala veškerý velkoobchodní prodej ve skupině Unipetrol (především od společnosti Benzina). Chemopetrol byla největší českou petrochemickou společností, která se stala klíčovým dodavatelem nejen petrochemických výrobků. Aktivní je však i v dalších oborech, například ve farmaceutickém průmyslu nebo energetice. Od srpna 2007 přešly veškeré aktivity společností Unipetrol Rafinérie i Chemopetrol plně na společnost Unipetrol RPA, v níž Unipetrol vlastní 100% podíl.

- **Benzina, s. r. o.** – provozuje největší síť čerpacích stanic v České republice, díky kterým zaujímá tržní podíl necelých 13 % (po OMV a Shell třetí nejvyšší v ČR). V rámci nové maloobchodní strategie procházejí v současné době její čerpací stanice rekonstrukcí, která má za cíl tržní podíl zvýšit (na 20 % v roce 2011). Hlavními úkoly rekonstrukce jsou poskytování kvalitnějších služeb (včetně občerstvení), změna designu i nabídka nových typů benzínů. Na trh v této souvislosti zavádí i novou značku čerpacích stanic Benzina Plus, která v porovnání s tradiční značkou Benzina poskytuje nadstandardní služby. Unipetrol vlastní 100% podíl ve společnosti Benzina.

Obr. 2: Unipetrol – struktura skupiny



* Ke vzniku dojde po sloučení spol. CHEMOPETROL, a. s. a UNIPETROL RAFINÉRIE, a. s.
 ** BU=obchodní jednotka

Zdroj: Unipetrol

Struktura skupiny se mění ve prospěch petrochemických společností.

V současné době probíhají ve skupině Unipetrol změny, které mají za cíl zjednodušit a zefektivnit řízení společnosti a její chod a koncentrovat její aktivity na oblast petrochemie. V rámci optimalizace struktury skupiny došlo v roce 2007 k prodeji majetkového podílu ve společnostech Kaučuk a Spolana, které nezapadaly do podnikatelských aktivit Unipetrolu, a naopak se zvýšily majetkové podíly ve společnosti Paramo (ze 73,5 % na 88 %) a ve společnosti Česká rafinářská (z 51 % na 51,2 %). Další změnou ve vedení společnosti bylo vytvoření **Centra sdílených služeb** (Unipetrol services, s. r. o.). Tento projekt se plánoval již od roku 2006, spuštěn byl k začátku roku 2007. Jedná se spíše o koordinační centrum, jehož cílem je zjednodušení řízení skupiny Unipetrol, standardizace a oddělení procesů výroby a prodeje a celkové zjednodušení právní struktury skupiny.

Výsledky hospodaření externě ovlivňuje...

Makroekonomické prostředí

Veškerou svoji podnikatelskou činnost směřuje Unipetrol do oboru petrochemické výroby, případně do oborů úzce s petrochemickou výrobou souvisejících. Na jeho podnikání má vliv několik makroekonomických faktorů, které společnost sama nemá možnost ovlivnit. Mezi ně patří zejména

- cena ropy a rafinářské marže,
- měnový kurz a
- ekonomický růst.

...především cena ropy,...

Cena ropy

Cena ropy je hlavním faktorem, který ovlivňuje produkci Unipetrolu, respektive jeho výnosy a náklady. Cena ropy se v současnosti vyšplhala na svá historická maxima, což je dáno především propadem akciových trhů, slábnoucí hodnotou dolaru a geopolitickými problémy.

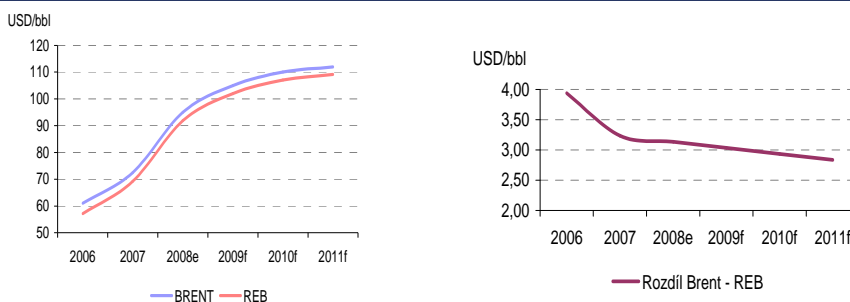
...ať už severomořské nebo ruské,...

Unipetrol využívá dva typy ropy – severomořskou ropu typu Brent a ruskou ropu REB. V menší míře Unipetrol zpracovává i další typy ropy (ázerbájdžánská ropa Azeri Light, případně moravské ropy). Jejich podíl je však zanedbatelný (přibližně 5 %). Největší podíl při zpracování zaujímá levnější ruská ropa (60 %), ropa Brent představuje asi 35 %. Ceny obou hlavních typů ropy se pohybují víceméně podobně, rozdíl mezi nimi se postupně snižuje. V roce 2007 byl rozdíl mezi cenami Brent a REB 3,24 USD/bbl, očekáváme jeho postupný pokles na 2,84 USD/bbl v roce 2011.

...která bude i v budoucnosti růst.

Při predikci vývoje cen ropy jsme vycházeli z analýzy společnosti Goldman Sachs publikované v březnu 2008. Goldman Sachs očekává, že se cena ropy v dalších letech bude postupně zvyšovat, a to až na hodnotu 110 USD/bbl v roce 2011. Predikce dalších společností (např. Deutsche Bank) se k těmto hodnotám velmi blíží, proto jsme je zapracovali do našeho modelu. Vývoj ceny ropy Brent i REB jsou znázorněny na obrázku 3.

Obr. 3: Cena ropy a její očekávaný vývoj do roku 2011



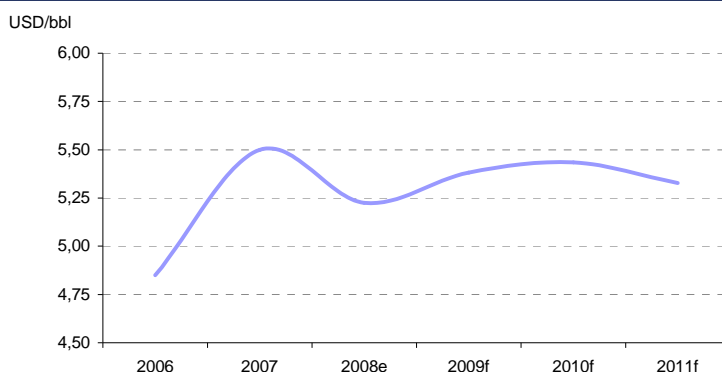
Zdroj: Goldman Sachs, Cyrrus

Cena ropy se projevuje prostřednictvím rafinérských marží.

Rafinérské marže

Při produkci petrochemických výrobků má rostoucí cena ropy negativní vliv na ziskovost Unipetrolu. Zvyšují se samozřejmě náklady na pořízení ropy, zároveň ale také klesá rafinérská marže. Ta představuje rozdíl mezi cenami ropy a výsledným produktem a na tržby společnosti má nejpodstatnější vliv (ropa tržby ovlivňuje zprostředkovaně, právě prostřednictvím rafinérských marží). Výše rafinérské marže je dána stupněm konkurence na daném trhu. Díky snaze Unipetrolu udržet si své postavení na trhu, nemůže společnost veškerý nárůst ceny ropy promítnout do konečných výrobků a proto rafinérské marže částečně sníží. Neočekáváme, že v letošním roce dojde k výraznějšímu poklesu rafinérských marží, výši rafinérská marže v roce 2008 předpokládáme na hodnotě 5,23 USD/bbl. V dalších letech by se měla pohybovat v rozmezí mezi 5,25 a 5,50 USD/bbl, jak ukazuje obrázek 4.

Obr. 4: Rafinérské marže a očekávání jejich vývoje do roku 2011



Zdroj: Unipetrol, Cyrrus

Měnový kurz v současnosti růst cen ropy brzdí,...

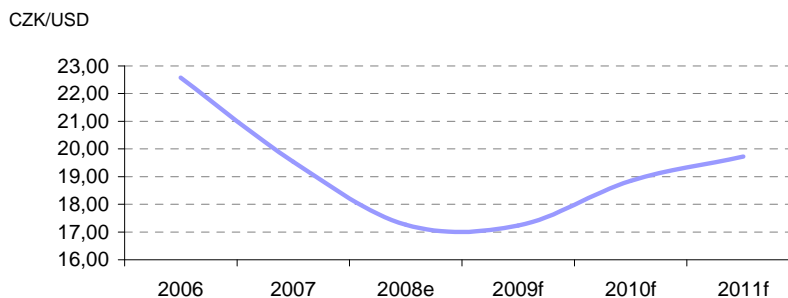
Měnový kurz

Měnový kurz je dalším faktorem, který na makroekonomické úrovni ovlivňuje hospodaření Unipetrolu. Důkazem mohl být například rok 2007. Díky slábnoucímu kurzu dolaru vůči koruně se v České republice projevilo zdražení ropy relativně méně. Zatímco v dolarovém vyjádření se cena ropy zvýšila o rekordních 57 %, v korunovém vyjádření zdražila o pouhých 6 %. Z toho tedy plyne následující závěr – rostoucí hodnota koruny vede k růstu rafinérských marží (respektive brzdí jejich pokles).

...v následujících letech ale opět posílí

Při predikci vývoje měnového kurzu amerického dolaru jsme vycházeli z údajů zpravodajské agentury Bloomberg. Na jejich základě očekáváme, že hodnota amerického dolaru přestane postupně oslabovat a v následujících letech opět posílí, i když jen mírně. Do roku 2011 by se jeho hodnota měla zvýšit o 1 % (oproti roku 2007) na 19,73 korun za dolar. Předpokládaný vývoj měnového kurzu mezi americkým dolarem a korunou znázorňuje obrázek 5.

Obr. 5: Měnový kurz USD/CZK a jeho očekávaný vývoj do roku 2011



Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Hospodářský růst zpomalí,...

...cenová hladina naopak.

Daň z příjmu bude klesat.

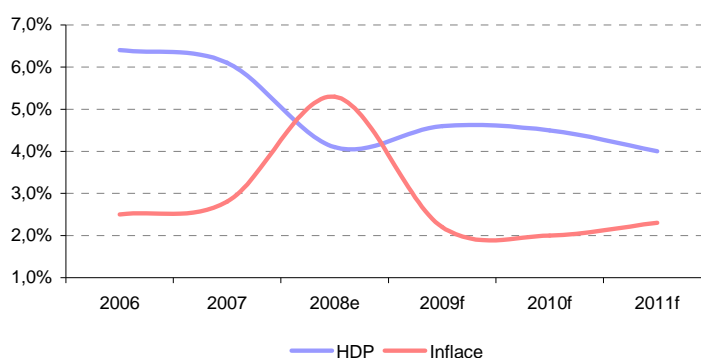
Tržby ovlivňuje rostoucí cena ropy více než růst produkce.

Ekonomický růst

Petrochemický průmysl patří mezi cyklická odvětví, z čehož vyplývá, že i ekonomický růst (měřený ukazatelem HDP) patří mezi faktory, které výkonnost Unipetrolu ovlivňují. Očekáváme, že nejvýraznější růstové období má již česká ekonomika za sebou a v následujících letech se budou přírůstky HDP snižovat. Růst ekonomické úrovně na konci sledovaného období v roce 2011 očekáváme na úrovni 4 %.

S ekonomickým růstem souvisí také změna cenové hladiny. V roce 2008 očekáváme, že se cenová hladina v České republice zvýší více, než je obvyklé (o 5,3 %), v letech následujících by se již opět měla pohybovat blízko 2 %.

Obr. 6: HDP a inflace a očekávaný vývoj do roku 2011



Zdroj: MF ČR, ČNB, Cyrrus

Daň z příjmů

Posledním faktorem, který externě ovlivňuje hospodaření Unipetrolu, je daň z příjmů právnických osob. Tento ukazatel se od ostatních liší tím, že neovlivňuje přímo provozní činnost společnosti, ale pouze její čistý zisk. Snížení daně z příjmu zvyšuje čistý zisk a tedy i hodnotu společnosti. Vývoj daně z příjmu v následujících letech očekáváme v souladu s následující tabulkou, tzn. postupný pokles sazby daně z 24 % platných v roce 2006 a 2007 na 19 % v roce 2011.

Tab. 1: Daň z příjmu právnických osob

	2006	2007	2008e	2009f	2010f	2011f
Sazba daně z příjmu	24%	24%	21%	20%	19%	19%

Zdroj: MF ČR

Tržby

Vývoj tržeb je v případě společnosti Unipetrol z velké části závislý na makroekonomických faktorech popsaných výše. Zejména ropa, jakožto vstupní surovina, determinuje vývoj tržeb největší mírou. Přestože očekáváme, že produkce společnosti (měřeno objemem výstupu) se bude postupně zvyšovat, hodnota této produkce výrazně stoupne právě díky markantnímu zvýšení ceny ropy. Vliv na tržby má také údržba technického vybavení, které zapříčiňuje pokles produkce díky odstavení tohoto zařízení (může být zmírněno zásobami) a samozřejmě zvyšuje náklady. V neposlední řadě má na tržby Unipetrolu vliv poptávka po produktech, daná ekonomickou situací v zemi a úspěšností společnosti mezi konkurenty. Aktivitu Unipetrolu lze rozdělit do 3 hlavních segmentů:

- rafinérie
- petrochemická výroba
- maloobchod

Objem výroby se zvýší v sektoru rafinérské produkce...

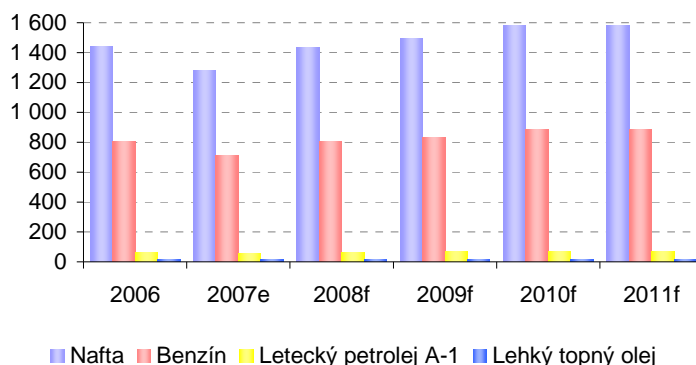
Rafinérie

V rafinérském sektoru bude podle našich očekávání docházet k narůstání objemu zpracované ropy, který by se do roku 2011 měl zvýšit o 7 %, ze současných 4 243 kt ročně na 4 551 kt ročně. Toto zvýšení bude dáno především efektivnějším využíváním kapacit, které má Unipetrol ve svých rafinériích. Díky tomu také poroste objem petrochemických výrobků, které se z této ropy vyrábějí. Ten by měl v roce 2011 činit 4 054 kt rafinérských výrobků.

Více než 60 % celkových výrobků představují světlé rafinérské produkty, z nich se potom Unipetrol soustředí hlavně na pohonné hmoty. Necelých 62 % světlých rafinérských výrobků představuje nafta, která je na trhu v současnosti žádanější než benzín. Ten tvoří 35 % objemu produkce světlých rafinérských výrobků. Zbylá necelá 4 % připadají na lehké topné oleje a letecký petrolej A-1.

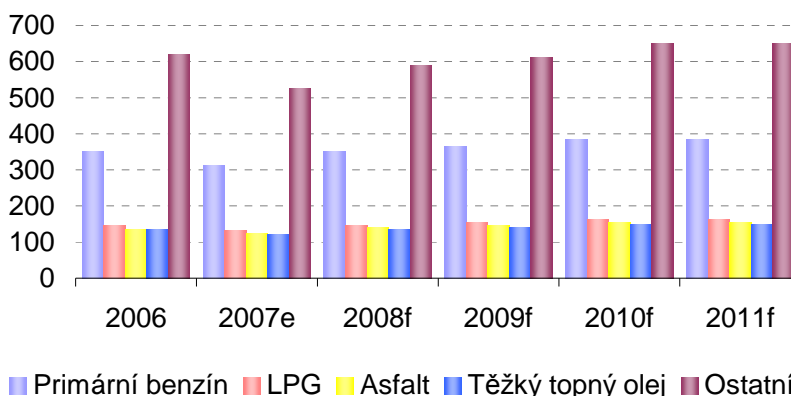
Ostatní rafinérské výrobky představují 37 % rafinérské produkce. Největší část z nich, 26 % připadá na primární benzín, stejnou část produkce, 10 – 11 % tvoří asfalt, LPG a těžký topný olej. Další rafinérské výrobky se podílejí na produkci ostatních rafinérských výrobků 43 %.

Obr. 7: Světlé rafinérské výrobky (kt za rok)



Zdroj: Cyrrus

Obr. 8: Ostatní rafinérské výrobky (kt za rok)



Zdroj: Cyrrus

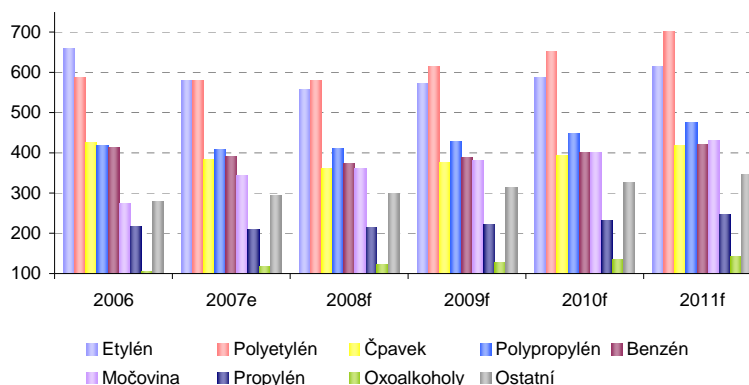
... i sektoru petrochemické výroby.

Petrochemie

V sektoru petrochemické výroby očekáváme rovněž zvýšení produkce, a to o téměř 12 % do roku 2011. Unipetrol v současnosti jednotky na výrobu petrochemických produktů modernizuje a rozšiřuje jejich kapacitu. To umožňuje petrochemickou výrobu zvyšovat, na druhé straně díky odstávkám krátkodobě klesají současné tržby. Modernizace a rozšíření kapacit se týká zejména strategických výrob, jakými jsou etylénová jednotka, polyetylénová jednotka, polypropylénová jednotka a benzenová jednotka.

Hlavními petrochemickými produkty jsou především etylén a polyetylén, které představují 17 % produkce. Mezi strategické výrobky dále patří polypropylén a benzen, které zaujímají 12 %. Dohromady tyto produkty představují více než 50 % petrochemických výrobků. Významná je také produkce močoviny a čpavku, která ještě přesahuje 10% hranici.

Obr. 9: Petrochemická produkce (kt za rok)

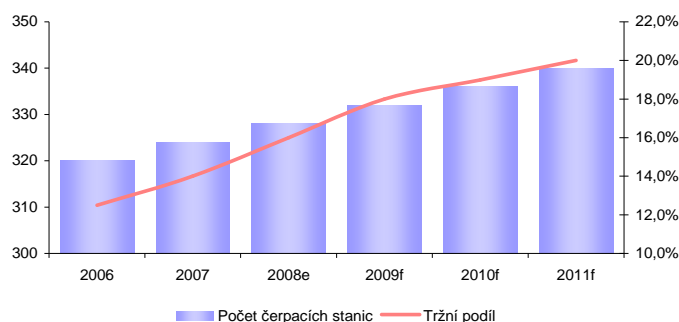


Zdroj: Cyrrus

Maloobchod

Sektor maloobchodního prodeje je ve skupině Unipetrol zastoupen společností Benzina. Ta v České republice vlastní největší síť celkem 324 čerpacích stanic. Z hlediska tržního podílu zaujímá Benzina třetí místo za společnostmi OMV a Shell, když obsluhuje více než 12 % poptávky. Do budoucna chce tento tržní podíl dále zvyšovat. Cílem Benziny je podle slov jejího vedení zvyšovat ročně počet čerpacích stanic o 4 – 5 a do roku 2011 dosáhnout tržního podílu 20 %. V souvislosti s tím se budou zvyšovat i tržby společnosti. Očekáváme, že se v období do roku 2011 zvýší o 40 % a v roce 2011 dosáhnout 40,3 mld. Kč. Podle našeho názoru není Benzina schopna plán na růst tržního podílu dodržet pouze organickým růstem. Pokud bude chtít tento cíl splnit, nevyhne se akvizicím již existujících čerpacích stanic, případně celé sítě. To se mohlo, při silné konkurenci na českém trhu, ukázat jako problém.

Obr. 10: Očekávaný vývoj počtu čerpacích stanic a tržního podílu



Zdroj: Unipetrol, Cyrrus

Síť čerpacích stanic se bude rozrůstat i modernizovat.

Konsolidované tržby porostou rychlým tempem,...

...stejně tak ale i náklady materiál.

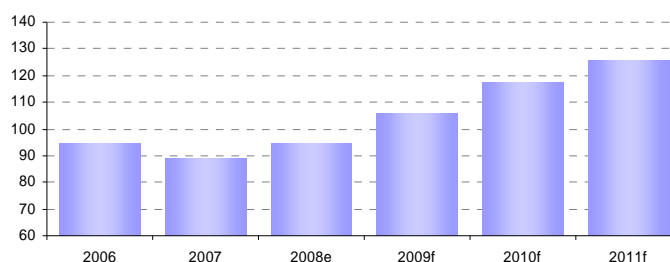
Podíl odpisů na nákladech se mírně sníží,...

...mzdové náklady se naopak zvýší.

Skupina Unipetrol

Vývoj konsolidovaných tržeb znázorňuje graf na obrázku č. 11. Poměrně výrazný nárůst tržeb (o 45 % během 4 let) je způsoben především růstem ceny vstupů, tedy ropy. To zůstává i v situaci, kdy se zvyšuje objem produkce, rozhodujícím faktorem. Růst tržeb je také důkazem toho, že cena ropy nezpůsobí výraznější pokles rafinérských marží. Při hodnocení je nutné zohlednit také to, že v roce 2007 došlo k poklesu tržeb (způsobeného neočekávaně dlouhými odstávkami ve výrobě) a „odrazový můstek“ je tak poměrně nízký.

Obr. 11: Konsolidované tržby a jejich očekávaný vývoj (mln. Kč)



Zdroj: Unipetrol, Cyrrus

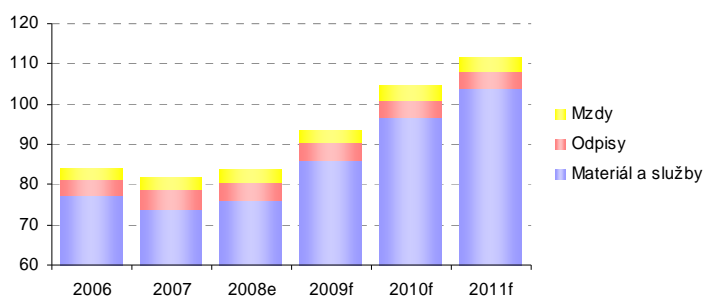
Provozní náklady

Stejně jako tržby jsou i provozní náklady závislé především na vývoji ceny ropy. Vzhledem k očekávanému stálému růstu průměrné ceny ropy až do roku 2011 budou růst i náklady na vstupní suroviny. To však neznamená, že se bude snižovat provozní výsledek. Provozní výsledek se bude snižovat pouze v případě, že se díky růstu ceny ropy sníží rafinérské marže. U těch, jak již bylo zmíněno výše, významný pokles nepředpokládáme, proto nepovažujeme rostoucí ceny ropy za velký problém pro Unipetrol.

Další složkou provozních nákladů jsou odpisy. V roce 2005 představovaly necelých 5 % provozních nákladů, tedy 4,2 mln. Kč. Do budoucna ale předpokládáme, že se jejich podíl na provozních nákladech sníží, a to na 4 % (i když jejich hodnota zůstane téměř stejná). Důvod je stále stejný – významný nárůst ceny ropy rychle zvyšuje hodnotu celkových nákladů, vůči kterým hodnotu odpisů poměříjeme.

Osobní náklady představují 3 % celkových provozních nákladů. Očekáváme, že se do konce sledovaného období, tedy do roku 2011, zvýší výdaje na osobní náklady z 2,6 mln. Kč v roce 2006 na 3,6 mln. Kč, a to současně s poklesem počtu zaměstnanců. Ten by se měl snížit asi o 200 zaměstnanců na 5 080. Z toho vyplývá, že se budou zvyšovat průměrné mzdové výdaje na jednoho zaměstnance (pokud nerozlišujeme vedoucí pracovníky od řadových zaměstnanců), a to o 8 % v roce 2008. V následujících letech se tento růst bude snižovat a v roce 2011 by měl nárůst mezd představovat 6 %.

Obr. 12: Provozní náklady jejich struktura a jejich očekávaný vývoj



Zdroj: Unipetrol, Cyrrus

Provozní výsledek zhoršují výdaje spojené s restrukturalizací skupiny, ...

...s kterými Unipetrol počítá i v následujících letech.

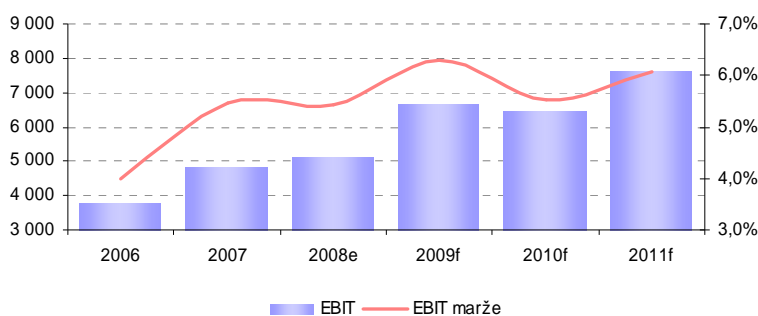
Od letošního roku se začne čistý zisk Unipetrolu zvyšovat.

Provozní výsledek a čistý zisk

Kromě tržeb a nákladů ovlivňují provozní hospodářský výsledek také investiční výnosy a (v případě Unipetrolu převažující) investiční náklady. Investiční náklady, které nabývají na významu právě s probíhající restrukturalizací společnosti představují víceméně jednorázové položky – například náklady spojené se změnou právní formy některých dceřiných společností (Benzina) nebo se změnou organizační struktury ve skupině.

Investiční náklady budou hrát důležitou roli i v následujících letech. Unipetrol má v plánu modernizaci rafinérských zařízení pro zpracování ropy a rozšiřování kapacit výrobních jednotek v petrochemické oblasti. Podle informací společnosti, která v únoru zveřejnila zamýšlený plán investic na rok 2008, je pro letošek naplánována rekonstrukce a modernizace rafinérie v Kralupech nad Vltavou a zvýšení kapacity petrochemické výroby, zejména polymerační jednotky, etylénové jednotky a benzenové jednotky. Pokračování je naplánováno i při rekonstrukci sítí čerpacích stanic Benzina.

Obr. 13: Provozní výsledek a EBIT marže (pravá osa) do 2011 (v mil. Kč)

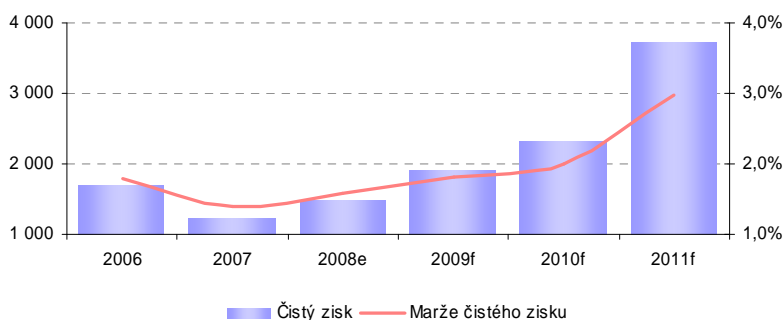


Zdroj: Unipetrol, Cyrrus

Faktory, které jsou popsány výše, mají pro čistý zisk Unipetrolu rozhodující význam. Dále se na konečném výsledku hospodaření projevují finanční výnosy, finanční náklady a daň z příjmů. V následujících letech očekáváme, že finanční náklady budou stále převyšovat finanční výnosy, což opět souvisí s modernizací společnosti. Finanční hospodářský výsledek tedy bude provozní výsledek hospodaření snižovat. Klesat bude také sazba daně z příjmu a díky tomu se bude snižovat i efektivní daň.

Čistý zisk společnosti Unipetrol a jeho očekávaný vývoj znázorňuje následující obrázek. Od roku 2008 by měl čistý zisk opět začít růst, konkrétně o 22 %. V roce 2008 očekáváme čistý zisk 1,5 mld. Kč, na konci roku 2011 potom 3,9 mld. Kč.

Obr. 14: Čistý zisk a marže čistého zisku do 2011 (v mil. Kč)



Zdroj: Unipetrol, Cyrrus

Možné je v budoucnosti i obnovení výplaty dividend.

Hlavní nebezpečí pro Unipetrol představuje pokles ekonomického růstu...

....nebo omezení dodávek ropy.

Z dosaženého zisku Unipetrol nevyplácí již několik let žádné dividendy (naposledy byla dividenda vyplacena v roce 1997). Výrazný růst hotovosti společně s nízkou úrovní zadluženosti otevírají Unipetrolu prostor pro přehodnocení dividendové politiky. Druhou možností pro uplatnění těchto prostředků je financování nových akvizic. Podrobnější informace o záměrech Unipetrolu v tomto směru zatím nejsou známy, proto v našem modelu s výplatou dividendy neuvažujeme.

Rizika

Vzhledem k oboru podnikání společnosti Unipetrol je významným faktorem, který ovlivňuje její hospodaření, ekonomický růst. V období vysokého ekonomického růstu poptávka po petrochemických produktech Unipetrolu roste, naopak v období poklesu ekonomiky klesá. V České republice, která je hlavním trhem pro odbyt výrobků Unipetrolu, se v následujících letech předpokládá pokračující růst ekonomiky. Ten již sice nebude tak silný, jako v uplynulých letech, nicméně by měl patřit k jedněm z nejvyšších v regionu.

Druhým rizikem by mohlo být přerušení dodávek ropy, kterou Unipetrol potřebuje pro další zpracování. Přerušení dodávek ropy je v poslední době často diskutované téma. Z tohoto pohledu je pro Unipetrol pozitivní, že ropu čerpá ze dvou zdrojů – využívá severomořskou ropu Brent i ruskou ropu typu REB. Kromě toho má Unipetrol určité zásoby ropy, které by mohl při přerušení dodávek využít. Krátkodobý výpadek by proto nemusel Unipetrol ohrozit, dlouhodobý výpadek považujeme za nepravděpodobný.

Při ohodnocení Unipetrolu modelem DCFE...

...jsme stanovili cenu akcie 359 Kč.

Ohodnocení společnosti

Ke stanovení hodnoty akcie společnosti Unipetrol jsme primárně použili model diskontovaného volného cash flow pro akcionáře (FCFE). Pro doplnění jeho vypovídací hodnoty uvádíme i tržní ohodnocení akcií Unipetrolu, jeho váha ve výsledné cílové ceně je však nižší.

Model FCFE (Free Cash Flow to Equity)

Model FCFE vychází z veškerých změn, které ovlivňují cash flow společnosti. Na jejich základě se stanoví tzv. volné cash flow, které se následně diskontuje pomocí diskontního faktoru. Při určení tohoto diskontního faktoru vycházíme z údajů shrnutých v tabulce 2.

Tab. 2: Předpoklady modelu DCFE

Beta	0,99
Bezriziková úroková míra	4,7%
Riziková prémie	5,5%
Růst reálného HDP	3,5%
Míra inflace	3,0%
Diskontní faktor	10,2%

Zdroj: ČNB, Bloomberg, Cyrrus

Diskontní faktor jsme stanovili na úrovni 10,2 %. Tato hodnota odpovídá bezrizikové úrokové míře upravené o rizikovou prémii. Bezriziková výnosová míra je odvozena od výnosu státních dluhopisů s desetiletou dobou splatnosti a prémie za riziko je odvozena od ratingu České republiky. Beta koeficient je roven 0,99, což znamená, že akcie společnosti Unipetrol jsou téměř stejně volatilní jako tržní index. Růst dlouhodobého HDP na úrovni 3,5 % a dlouhodobá míra inflace 3 % jsou v souladu s makroekonomickou predikcí Ministerstva financí ČR a České národní banky.

Na základě modelu FCFE jsme stanovili cenu akcie Unipetrol na **359 Kč**.

Tab. 3: Model FCFE (Kč na akcii)

	2008	2009	2010	2011	2011
Čistý zisk	8,20	10,58	12,87	20,50	22,56
Odpisy	23,76	23,80	23,94	23,64	23,46
Změna pracovního kapitálu	-1,77	3,92	5,66	4,28	4,62
Splátkx dluhu	9,13	8,98	8,76	8,21	7,80
Nový dluh	5,85	3,75	4,47	5,24	4,72

FCFE	30,45	25,24	26,85	36,90	444,40
Discounted FCFE	25,10	18,88	18,24	22,76	274,13

Pokračovací hodnota	406,09
NPV per share	359,11

Zdroj: Cyrrus

V rámci skupiny srovnatelných společností...

...jsme porovnali základní poměrové ukazatele.

Ukazatele ziskovosti a rentability mají v případě Unipetrolu podprůměrné hodnoty.

Naopak růstové ukazatele a ukazatele zadlužení mají nejlepší hodnoty.

Na základě tržního ocenění akcií společnosti...

Komparativní analýza

Jako doplněk modelu FCFE uvádíme komparativní analýzu petrochemických společností provedenou na základě několika poměrových ukazatelů. Kritéria pro výběr srovnatelných společností jsme stanovili následující:

- podnikání v petrochemickém průmyslu,
- působnost v regionu střední a východní Evropy a
- veřejná obchodovatelnost akcií.

Na základě těchto kritérií jsme vybrali čtyři společnosti, jimiž jsou mateřská společnost Unipetrolu PKN Orlen, polská rafinářská společnost Grupa Lotos, rakouská petrochemická společnost OMV a maďarská petrochemická společnost MOL.

Shrnutí nejdůležitějších ukazatelů nabízí následující tabulka. Ukazatele reflektují očekávanou výkonnost společností pro rok 2008.

Tab. 4: Srovnání fundamentálních ukazatelů

Ukazatel	Unipetrol	Peer group	Odchylka	Hodnocení
P/E	31,35	9,54	228,5%	nejvyšší
EBITDA marže	10,0%	14,0%	-28,5%	podprůměr
ROA	7,62%	9,16%	-16,8%	podprůměr
Dluh/vl. kapitál	12,6%	29,92%	-57,8%	nejnižší
CAGR EBITDA 2007-2009	5,74%	2,58%	122,9%	nejvyšší

Zdroj:

Závěry, které můžeme vytvořit na základě porovnání těchto ukazatelů v rámci naší vytvořené skupiny petrochemických společností potvrzují výsledky fundamentální analýzy prezentované v předchozím textu.

Unipetrol je charakteristický především nízkou ziskovostí, která se potom také projevuje v ziskových ukazatelích. Ty jsou v tabulce reprezentovány ukazatelem EBITDA marže. Podobně je na tom Unipetrol z pohledu ukazatelů rentability, kdy ukazatel ROA dosahuje také podprůměrné hodnoty v rámci zvolené skupiny společností. Nejmarkantnější odchylka je potom v případě ukazatele P/E.

Z těchto hodnot bychom mohli vyvodit závěr, že doposud velmi nízká úroveň zisku v porovnání s ostatními společnostmi ve skupině není považována trhem za negativní a do budoucna můžeme očekávat její zlepšení. To potvrzuje také nadprůměrně vysoká hodnota růstového ukazatele, podle kterého by roční růst provozního zisku Unipetrolu měl dlouhodobě dosahovat necelých 6%. U téměř všech ostatních společností ve skupině (kromě OMV) se v následujících letech očekává růst provozního zisku výrazně nižší, v některých případech záporný. Pozitivně na Unipetrol působí také malé finanční riziko společnosti, když poměr dluhu k vlastnímu kapitálu má Unipetrol nejnižší ve skupině.

Tržní ocenění akcie na základě ukazatele EV/EBITA

Tržní ohodnocení akcie Unipetrolu na základě ukazatele EV/EBITDA slouží jako doplnění k fundamentálnímu ohodnocení pomocí modelu FCFE. Toto ohodnocení je založeno na předpokladu, že společnosti se stejnou výkonností by se na burze měly obchodovat za stejnou cenu.

...podle ukazatele EV/EBITDA...

Při tomto ohodnocení jsme použili data stejných srovnatelných společností jako v předchozím textu. Prvním krokem je určení EV pro tuto skupinu společností. Vycházíme z EV/EBITDA, resp. EV – Enterprise value, neboli hodnoty oddlužené společnosti. Tato hodnota se spočítá jako hodnota tržní kapitalizace plus hodnota úročeného dluhu minus cash flow. EV pro celou skupinu jsme určili jako průměr hodnot EV jednotlivých společností. Tato hodnota představuje „teoretickou“ hodnotu průměrné společnosti v odvětví. Odečtením dluhu a přičtením hotovosti získáme cenu akcie 336,2 Kč, což je potenciální cena Unipetrolu v případě, že by se jeho akcie obchodovaly za průměrné EV/EBITDA.

Tab. 5: Tržní ocenění pomocí EV/EBITDA

EV/EBITDA	2007	2008	2009
PKN Orlen	5,61	5,36	5,12
Grupa Lotos	5,55	5,78	5,48
OMV	4,80	4,24	4,03
MOL	6,21	7,10	7,16

EV (EUR)	2007	2008	2009
PKN Orlen	12,20	11,23	12,46
Grupa Lotos	12,06	12,10	13,32
OMV	10,45	8,87	9,80
MOL	13,50	14,87	17,42

Unipetrol	2007	2008	2009
EV (peer)	12,05	11,77	13,25
Dluh	1,15	1,17	1,22
Cash	1,67	2,40	2,96
Cena(EUR)	12,57	13,00	14,98
Cena (Kč)	312,68	323,28	372,61

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

... jsme stanovili cílovou cenu 336 Kč.

Současná ziskovost společnosti Unipetrol se pohybuje výrazně pod průměrem skupiny, vysoký růstový potenciál a nízká rizikovost společnosti naopak působí ve prospěch mírné prémie. Proto ponecháváme cílovou cenu stanovenou na základě tržního srovnání na hodnotě **336 Kč**, která odpovídá průměrné hodnotě EV/EBITDA.

Tab. 6: Cena akcie podle výše prémie / diskontu k průměrné ceně odvětví

Prémie / diskont	Peer group			Cena akcie		
	EV/EBITDA 2007	EV/EBITDA 2007	EV/EBITDA 2007	2007	2008	2009
-15%	4,71	4,78	4,63	265,78	274,79	316,72
-10%	4,99	5,06	4,90	281,41	290,95	335,35
-5%	5,26	5,34	5,18	297,04	307,11	353,98
0%	5,54	5,62	5,45	312,68	323,28	372,61
5%	5,82	5,90	5,72	328,31	339,44	391,24
10%	6,10	6,18	5,99	343,95	355,60	409,87
15%	6,37	6,47	6,27	359,58	371,77	428,50

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

**Akcie Unipetrolu doporučujeme
koupit s cílovou cenou 352 Kč.**

Investiční doporučení

Akcie společnosti Unipetrol jsme ohodnotili pomocí modelu FCFE na 359 Kč. Jako alternativní metodu ohodnocení jsme použili tržní porovnání, na jehož základě jsme stanovili cílovou cenu 336 Kč. V celkovém hodnocení přikládáme větší váhu fundamentální analýze a tržní ocenění považujeme pouze za doplněk. Váženým průměrem těchto cen s váhami 70 % pro metodu FCFE a 30 % pro tržní srovnání stanovujeme cílovou cenu pro akcie Unipetrolu na **352 Kč**. Tato hodnota převyšuje současnou cenu akcie o 34 %. Na základě výše uvedené cílové ceny a při zohlednění aktuální situace na akciových trzích a budoucí růstové perspektivy společnosti doporučujeme akcie společnosti Unipetrol **koupit**.

Výhled zkrácených konsolidovaných finančních výkazů

Rozvaha (v mil. Kč)

	2008e		2009f		2010f	
Stálá aktiva	33 850	50%	34 034	48%	34 144	46%
<i>Stálý hm. a nehm. majetek</i>	30 446	45%	30 511	43%	30 517	41%
<i>Ostatní</i>	3 404	5%	3 523	5%	3 627	5%
Oběžná aktiva	33 595	49%	36 447	51%	38 772	53%
<i>Peníze a ekvivalenty</i>	9 680	14%	12 256	17%	15 843	22%
<i>Pohledávky</i>	12 274	18%	13 906	20%	13 555	18%
<i>Zásoby</i>	11 640	17%	10 285	14%	9 374	13%
Ostatní aktiva	621	1%	656	1%	697	1%
Aktiva celkem	68 066	100%	71 137	100%	73 614	100%

Vlastní kapitál (po menšinových podílech)	43 640	64%	45 575	64%	47 935	65%
<i>Základní kapitál</i>	18 133	27%	18 133	25%	18 133	25%
<i>Nerozdělený zisk</i>	22 564	33%	23 967	34%	25 677	35%
<i>Fondy tvořené ze zisku</i>	2 426	4%	2 935	4%	3 556	5%
<i>Menšinové podíly</i>	517	1%	540	1%	568	1%
Cizí zdroje	22 726	33%	23 802	33%	23 984	33%
<i>Rezervy</i>	905	1%	1 071	2%	1 274	2%
<i>Dlouhodobé závazky</i>	5 264	8%	5 532	8%	5 129	7%
<i>Krátkodobé závazky</i>	16 557	24%	17 198	24%	17 581	24%
Ostatní pasiva	1 700	2%	1 760	2%	1 695	2%
Pasiva celkem	68 066	100%	71 137	100%	73 614	100%

Zdroj: Cyrrus

Výsledovka (v mil. Kč)

	2008e		2009f		2010f	
Tržby	102 108	100%	115 525	100%	122 812	100%
Provozní náklady	90 636	89%	102 601	89%	109 498	89%
Ost. prov. výnosy a náklady	-6 147	-6%	-5 554	-5%	-6 097	-5%
Provozní výsledek	5 325	5%	7 370	6%	7 217	6%
Finanční výnosy a náklady	-2 025	-2%	-2 025	-2%	-3 252	-3%
Zisk před zdaněním	3 300	3%	5 346	5%	3 965	3%
Daň z příjmů	-1 775	-2%	-2 040	-2%	-1 958	-2%
Čistý zisk	1 525	1%	3 306	3%	2 006	2%

Zdroj: Cyrrus

Výkaz peněžních toků (v mil. Kč)

	2008e	2009f	2010f
Počáteční zůstatek	7 229	9 680	12 256
Cash flow z provozní činnosti	8 471	8 860	10 260
Cash flow z investiční činnosti	-2 352	-3 275	-2 887
Cash flow z finanční činnosti	-3 667	-3 010	-3 786
Konečný stav	9 680	12 256	15 843

Zdroj: Cyrrus

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka
Jan Procházka
Karel Potměšil
Lucie Kundrátová
Ondřej Moravanský

Head of research
Chief Analyst
Senior analytik
Analytik
Analytik

hatlapatka@cyrrus.cz
prochazka@cyrrus.cz
potmesil@cyrrus.cz
kundratova@cyrrus.cz
moravansky@cyrrus.cz

Banky, energetika, zahr. trhy
Energetika, letecká doprava
Farmacie, development
Petrochemie, spotřební zboží
Telekomunikace, doprava

Trading & Sales:

Pavel Pikna
Kamil Kricner

Brno
Praha

pikna@cyrrus.cz
kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Tomáš Machalický
Jindřich Rovný

Brno
Praha

machalicky@cyrrus.cz
rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický

Brno

kuncicky@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („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. 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. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

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, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na www.cyrrus.cz

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

PRAHA
Radlická 14, Anděl Park
150 00 Praha 5, Smíchov
Tel.: +420 221 592 361