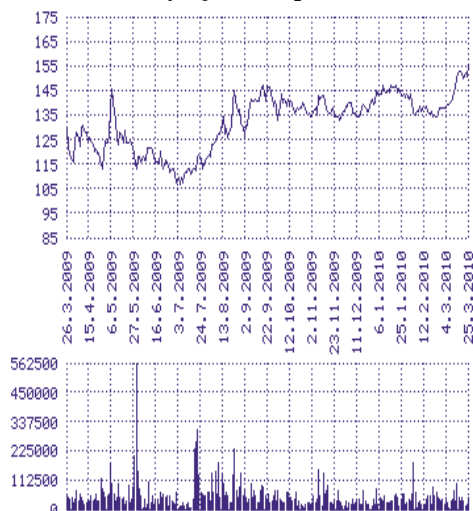


**2.4.2010****Unipetrol, a.s.**Doporučení – držet
Cílová cena – 170,- Kč**Základní informace o společnosti**Adresa společnosti:
Na Pankráci 127
140 00 Praha 4
Česká republika
<http://www.unipetrol.cz>Ticker: BAAUNIFE (BCPP)
ISIN: CZ0009091500Odvětví: rafinerie, petrochemie,
maloobchod s pohonnými hmotami
Počet vydaných akcií – 181 334 764
Tržní kapitalizace - 28 378,89 mil. Kč
Uzavírací cena k 1.4.2010 – 169,99
Kč
Roční maximum – 1.4.2010
169,99 Kč
Roční minimum - 7.7.2009
106,6 Kč
Podíl v PX: 3,07 %**Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti**

Zdroj: BCPP

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.

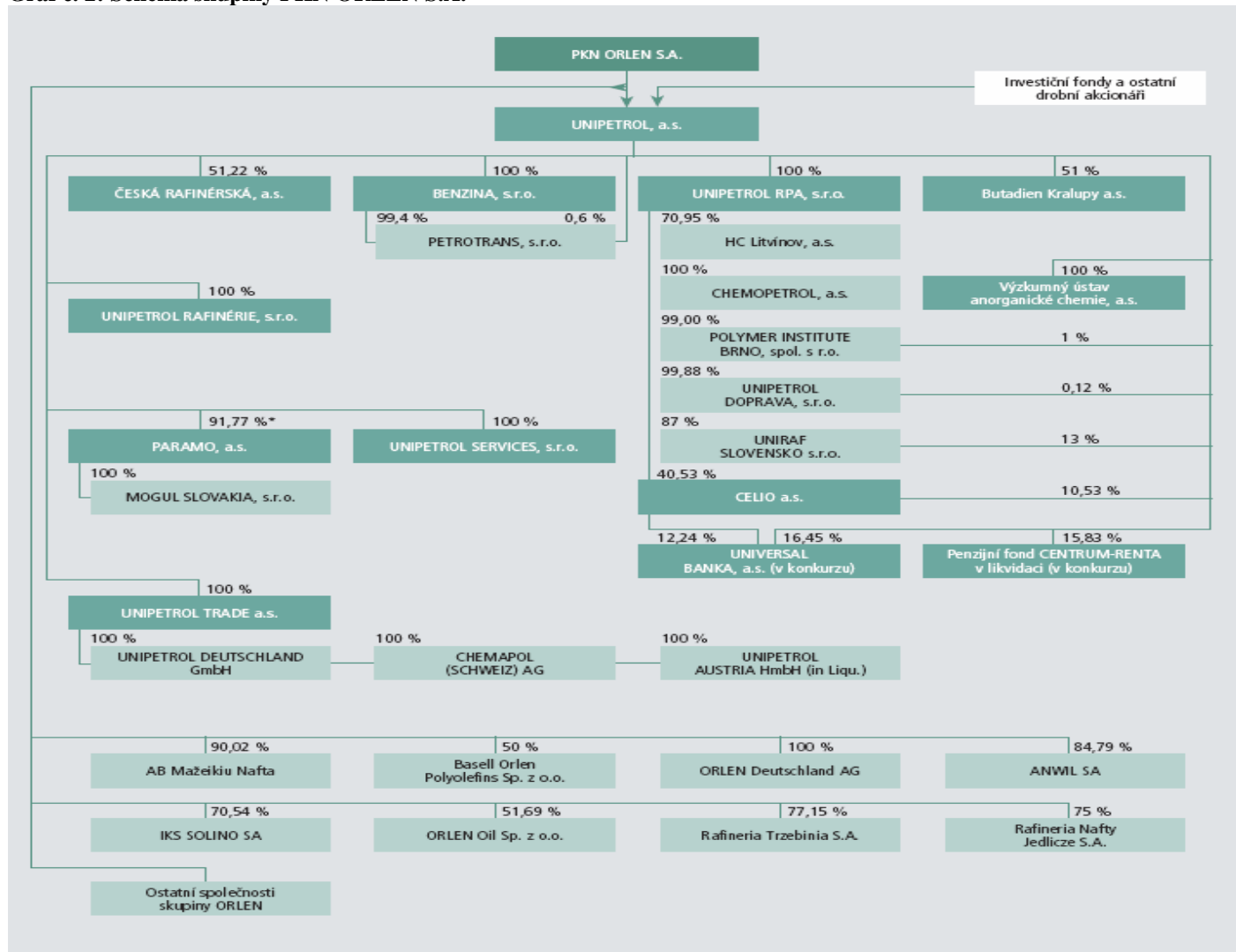
Mezi hlavní dceřiné společnosti patří Česká rafinérská, Paramo, Unipetrol rafinérie, Chemopetrol, Benzina a další viz graf č. 2. Unipetrol operuje ve třech segmentech a to konkrétně v rafinerii, petrochemii a maloobchodu. Hlavními rafinérskými produkty jsou pohonné hmoty jako motorová nafta a benzín 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.

Paramo je stoprocentním vlastníkem společnosti s ručením omezeným Mogul Slovakia, která se zabývá nákupem a prodejem olejů a maziv.

<p>Dceřiné společnosti skupiny Unipetrol</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*	1,1
Nezaměstnanost	5,4**	8,1**	9,3
Inflace	6,3***	1***	1,2

* Zdroj: Český statistický úřad, meziroční reálný růst

**Zdroj: Ministerstvo práce a sociálních věcí

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

Zdroj: Fio, burzovní společnost a.s.

ANALÝZA ODVĚTVÍ

Z makroekonomického hlediska se Česká republika již vymanila z ekonomické recese, která byla způsobena propadem zahraniční poptávky po domácím zboží a službách. V letošním roce očekáváme mírný růst domácí ekonomiky o 1,1 % 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 jen 1,2 %. Vývoj domácího hospodářství bude částečně ovlivněn výsledkem květnových parlamentních voleb. V případě sestavení levicové vlády lze předpokládat zvýšení přímých daní a navýšení sociálních výdajů v podobě třináctých důchodů či mateřské, což je samo o sobě negativní zpráva pro soukromý sektor z důvodu vyšších odvodů na sociálním pojištění a daní z příjmu.

Česká republika je malou otevřenou ekonomikou a v případě, že ekonomika eurozóny a zejména německé hospodářství poroste slibným tempem, lze očekávat růst poptávky po českých exportech, což povede k růstu českého hrubého domácího produktu. Z důvodu rostoucí nezaměstnanosti v ČR lze očekávat slabou spotřebu domácností, která pravděpodobně bude nahrazena zvýšením čistých vývozů, investicemi firem a dorovnáním nízkých podnikových zásob.

Úrokové sazby ČNB (2T repo sazba) jsou na svém historickém minimu ve výši 1 % a v tuto chvíli nelze vyloučit další snížení úrokových sazeb za předpokladu silného zhodnocení české koruny. 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 druhou nejnižší hodnotou tohoto ukazatele, což ukazuje na relativní podhodnocení 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.

Porovnání evropského bankovního sektoru s celým evropským trhem

Tabulka č. 2: Srovnání Analýza a odhad deposit na konsolidovaném základě

Name	Chg Pct YTD	P/B	ROE	P/E	Est P/E Curr Yr	OPM	Rev - 1 Yr Gr	Debt/Com Eq	Dvd Yld - Gross	EV/BE EVITDA Curr Yr	EV/EBITDA Nxt Yr
Average	8.27	1.14	-5.19%	23.67	14.73	3.74%	-10.40%	175.95%	0.8114	7.01	5.8
1) PETROL	-7.24	1.75	2.96%	58.96	N.A.	1.99%	-20.88%	142.40%	1.9983	N.A.	N.A.
2) INA INDUSTRIJA NAFTÉ DD	7.96	1.50	-8.57%	37.81	12.86	8.08%	-25.04%	59.40%	0.0000	6.41	5.3
3) MOL HUNGARIAN OIL AND GAS	19.71	1.52	8.60%	20.87	11.58	7.52%	-8.53%	85.19%	0.0000	7.12	6.1
4) POLSKIE GORNICTWO NAFTOW	-3.17	1.01	5.71%	17.97	13.01	5.82%	4.66%	9.48%	2.1798	6.05	5.6
5) POLSKI KONCERN NAFTOWY S	15.29	0.89	7.10%	12.99	14.98	1.47%	-14.59%	69.36%	0.0000	6.81	6.0
6) PETROL OFISI AS	11.30	1.23	9.99%	12.79	13.20	4.46%	-18.06%	47.30%	0.0000	5.21	5.0
7) GRUPA LOTOS SA	-5.75	0.58	14.62	4.29	10.25	2.96%	-12.12%	85.33%	0.0000	10.13	6.5
8) UNIPETROL AS	11.47	0.74	-2.19%	N.A.	33.64	-0.97	-31.34%	6.33%	0.0000	5.89	4.6
9) ISTRABENZ	1.45	N.A.	-97.67	N.A.	N.A.	6.11%	9.45%	1384.15%	0.0000	N.A.	N.A.
10) OMV PETROM SA	36.55	1.20	6.21%	N.A.	8.29	5.99%	34.71%	43.45%	0.0000	8.46	7.2
11) SLOVNAFT AS	3.38	0.95	-3.87%	N.A.	N.A.	-2.27	-32.70%	3.04%	4.7470	N.A.	N.A.

Zdroj: Bloomberg

Podobně očekávané P/E pro rok 2010 dosahuje pro celé odvětví střední a východní Evropy hodnoty 14,7, ovšem Unipetrol vykazuje hodnotu přes 33, což je způsobeno návratem k relativně nízkému kladnému výsledku hospodaření podle konsenzuálního odhadu analytiků oslovených agenturou Bloomberg. Výnosy společností v popisovaném odvětví poklesly v průměru o 10,4 %, 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 2012, ovšem společnost má momentálně 17 mld. Kč v nerozděleném zisku, takže je možné, že společnost se uchýlí k výplatě dividendy dříve. Při pohledu na poměrový ukazatel EV/EBITDA, což je součet tržní kapitalizace společnosti a čistého dluhu (rozdíl mezi úročenými dluhy firmy a její hotovostí) v čitateli s provozním ziskem na úrovni EBITDA, který není ovlivněn různými odpisovými a jinými politikami firem ve jmenovateli. 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 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.

Segment rafinerie

Česká rafinérská, a.s. účtuje dceřiným společností 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. Bez ohledu na způsob svého fungování se společnost trvale orientuje na bezpečnost provozu, dostupnost/spolehlivost zařízení, dostupnost požadovaných produktů, rozvoj zaměstnanců, včasnou a ekonomickou realizaci schváleného investičního programu a optimální provozní náklady. Pro hospodaření segmentu rafinerie je určující výše marže jednotlivých produktů. U motorové nafty dosahuje rafinérská absolutní marže (rozdíl mezi cenou nafty a ropy v USD/tun) velmi nízké hodnoty 59 USD/tun, což je způsobeno útlumem kamionové dopravy. U benzínu je situace lepší, neboť absolutní marže je oproti roku 2008 stabilní a objem prodeje je taktéž stabilní. Pro letošní rok lze předpokládat mírný nárůst prodeje rafinérských produktů z důvodu nízké srovnávací základny z minulého roku a mírného růstu domácího hospodářství. Management společnosti odhaduje 5 % nárůst objemu zpracované ropy i vyšší prodej rafinérských a petrochemických výrobků oproti roku 2009. V rafinérském segmentu odhadujeme provozní ztrátu pro celý rok 2010, přestože předpokládáme vyšší objem prodeje a mírně vyšší ceny finálních produktů, neboť dle našeho názoru nedojde k nárůstu rafinérských marží o tolik, aby se společnost vykážala zisk na provozní úrovni.

Tabulka č. 3: Kvartální výsledky segmentu rafinerie a odhad pro 1Q 2010 a 2010

Externí výnosy rafinérská produkce v tisících Kč	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010E	2010E
Rafinérská produkce externí výnosy	8 181 875	8 118 799	10 586 563	9 785 559	9 217 020	39 829 800
Rafinérská produkce externí výnosy Q/Q	-0,207	-0,008	0,304	-0,076	-0,058	
Rafinérská produkce externí výnosy Y/Y	-0,310	-0,454	-0,406	-0,052	0,127	
Provozní náklady	8 511 118	8 181 122	11 051 557	10 105 793	9 489 897	40 060 170
Provozní náklady Q/Q	-0,246	-0,039	0,351	-0,086	-0,030	
Provozní náklady Y/Y	-0,276	-0,408	-0,378	-0,104	0,152	
Provozní hospodářský výsledek z rafinérské činnosti	-329 243	-62 323	-464 994	-320 234	-272 877	-230 370

Zdroj: Unipetrol

Zdroj: Fio, burzovní společnost 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 ztrátu za celý rok 2010 z důvodu odhadovaných nízkých petrochemických marží.

Tabulka č. 4: Kvartální výsledky segmentu petrochemie a odhad pro 1Q 2010 a 2010

Externí výnosy petrochemická produkce v tisících Kč	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010E	2010E
Petrochemické externí výnosy	4 878 345	5 775 857	6 058 264	6 663 592	6 156 651	25 153 930
Výnosy z petrochemie Q/Q	-0,267	0,184	0,049	0,100	-0,076	
Provozní náklady	4 767 891	6 232 744	5 839 525	6 630 821	5 959 864	25 350 677
Provozní hospodářský výsledek z petrochemické činnosti	110 454	-456 887	218 739	32 771	196 787	-196 746

Zdroj: Unipetrol

Zdroj: Fio, burzovní společnost 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. Společnost Benzina spouští od 1. dubna 2010 reklamní kampaň pro podporu prodeje prémiových paliv značky Verva. 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. Z toho důvodu odhadujeme v segmentu maloobchodu nárůst provozního hospodářského zisku pro rok 2010 oproti předešlému roku a maloobchod tak pomáhá společnosti Unipetrol dosáhnout pouze mírné čisté ztráty.

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

Výnosy z maloobchodu v tisících Kč	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010E	2010E
Výnosy externí z maloobchodu	1 432 416	1 885 526	2 070 670	1 872 617	1 418 092	7 346 348
Výnosy z maloobchodu Q/Q	-0,288	0,316	0,098	-0,096	-0,243	
Provozní náklady	1 375 873	1 698 758	1 829 352	1 664 610	1 290 464	6 534 577
Provozní náklady Q/Q	-0,280	0,235	0,077	-0,090	-0,258	
Provozní náklady Y/Y	-0,327	-0,358	-0,311	-0,128	-0,062	
Provozní hospodářský výsledek z maloobchodu	56 543	186 768	241 318	208 007	127 628	811 771

Zdroj: Unipetrol

Zdroj: Fio, burzovní společnost a.s.

Výnosy i náklady společnosti Unipetrol jsou ovlivněny cenou ropy, přičemž v našem ocenění předpokládáme postupný mírný růst ceny ropy BRENT až na průměrných 79,8 USD/barel v posledním kvartále letošního roku. Navíc dle vyjádření managementu společnosti Unipetrol pravděpodobně vykáže vyšší objem prodejů jak v rafinérském, tak petrochemickém segmentu. Přestože předpokládáme vyšší objem prodejů a mírně vyšší ceny finálních produktů v petrochemickém a rafinérském segmentech, společnosti se nepodaří ve zmíněných segmentech dosáhnout provozního zisku za celý rok 2010. Hlavní důvod pro odhad provozní ztráty ve zmíněných dvou segmentech spočívá v nízkých petrochemických i rafinérských maržích. Na druhé straně předpokládáme, že segmentu maloobchodu se bude i v roce 2010 dařit, neboť společnost BENZINA chystá nárůst prodejní sítě o další tři čerpací stanice a rebranding 20 dalších. Pro následující roky 2011 a dále odhadujeme mírný nárůst petrochemických i rafinérských marží a z toho důvodu předpokládáme, že Unipetrol dosáhne čistého zisku nejdříve v roce 2011.

Tabulka č. 6: Výkaz zisků a ztrát a odhad pro 2010 a další roky

Výkaz zisku a ztráty	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Rafinerské externí výnosy	54 880 251	36 672 796	39 829 800	44 609 376	50 408 595
Rafinerské externí výnosy Y/Y	0,296	-0,332	0,086	0,12	0,13
Petrochemické externí výnosy	33 402 505	23 376 058	25 153 930	27 669 323	30 712 949
Petrochemické externí výnosy Y/Y	-0,091	-0,300	0,076	0,1	0,11
Externí výnosy z maloobchodu	9 766 869	7 261 229	7 346 348	8 080 983	8 889 081
Externí výnosy z maloobchodu Y/Y	0,132	-0,257	0,012	0,1	0,1
Ostatní externí výnosy	94 326	76 417	76 417	80 238	84 250
Ostatní externí výnosy Y/Y	-0,910	-0,190	0,000	0,05	0,05
Výnosy	98 143 951	67 386 500	72 406 496	80 439 921	90 094 875
Výnosy Y/Y	0,109	-0,313	0,074	0,111	0,120
Náklady na prodej	-93 470 658	-65 229 622	-69 163 565	-76 569 525	-84 724 113
Hrubý zisk	4 673 293	2 156 878	3 242 931	3 870 395	5 370 762
Provozní náklady celkem	-97 141 332	-68 040 226	-72 015 800	-79 541 883	-87 820 197
Provozní hospodářský výsledek před finančními položkami	1 002 619	-653 725	390 696	898 038	2 274 678
Čisté finanční výnosy	-981 482	-564 007	-564 007	-630 200	-698 116
Zisk před zdaněním	21 137	-1 217 732	-173 311	267 838	1 576 562
Daň z příjmů	44 554	372 458	31198	-80351	-472969
Zisk za účetní období	65 691	-845 274	-142 113	187 486	1 103 594
Náležící:					
Akcionářům mateřské společnosti	64 530	-840 295	-141 963	188 586	1 104 694
Menšinovým podílům	1 161	-4 979	150	1100	1100
Zisk za účetní období	65 691	-845 274	-141 813	189 686	1 105 794
Základní a zředěný zisk na akcii (v Kč)	0,36	-4,66	-0,78	1,05	6,10

Zdroj: Unipetrol

Zdroj: Fio, burzovní společnost a.s.

Společnost Unipetrol skončila v roce 2009 v čisté ztrátě a pro letošní rok odhadujeme taktéž čistou ztrátu, dle našeho odhadu přistoupí oceňovaná společnost k výplatě dividendy až v roce 2012, kdy vyplatí celý konsolidovaný čistý zisk a část nerozděleného zisku z minulých let.

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

v tis. Kč	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Hrubá dividendy na akcii	17,65	0	0	0	0	11	17
Objem vyplacených dividend	3 200 559	0	0	0	0	2 000 000	3 000 000
Konsolidovaný čistý zisk	1 210 010	64 530	-840 295	-140 232	214 655	1 068 605	1 998 158
Nerozdělený zisk k 31.12		18 359 613	17 278 971	17 138 739	17 353 394	16 421 999	15 420 156

Zdroj: Unipetrol

Zdroj: Fio, burzovní společnost a.s.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

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

Desetiletý český státní dluhopis*	4,11
Beta**	0,84
Tržní úroková míra***	12,49
Diskontní sazba	11,2

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosu 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 začátku obchodování ve SPADu od května 1998

Zdroj: Fio, burzovní společnost, 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 2009 – 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 170,- Kč.**

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

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Free Cash Flow to Equity (FCFE)	(1 832 229)	(18 053)	406 761	905 545	1 074 610	2 015 482	3 327 051	3 418 060	4 368 037
Růst FCFE									0,015
Pokračující hodnota společnosti									45 086 323
Diskontovaný FCFE			365 832	732 475	781 763	1 318 696	1 957 793	1 808 957	23 861 265
Součet Diskontovaného FCFE			30 826 782						
Diskontované FCFE na akcii			170						

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

<p>Cílová cena akcie společnosti Unipetrol, a.s. je s horizontem 12 měsíců stanovena na hodnotě 170,- Kč.</p> <p>Akcie společnosti Unipetrol jsou momentálně správně ohodnocené, z toho důvodu doporučujeme jejich akcie držet.</p>	<p>Pokud srovnáme závěrečnou cenu akcie společnosti Unipetrol ze dne 31.3.2009 ve výši 162,- Kč s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 170,- Kč, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchoduje s diskontem jen ve výši 4,9 %. Akcie společnosti Unipetrol jsou momentálně správně oceněné, z toho důvodu je doporučujeme pro současné akcionáře držet a pro případné nákupy počkat na vhodné výkyvy na akciovém trhu.</p> <p>Doporučujeme držet akcie společnosti Unipetrol, a.s.</p>
<p>SWOT ANALÝZA</p>	
<p>SILNÉ STRÁNKY</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Oligopolní struktura ve většině rafinérských či petrochemických produktů • Třetí největší tržní podíl v maloobchodním segmentu (BENZINA) • Nízká zadluženost společnosti • Efektivní řízení nákladů díky proběhnuté restrukturalizaci • Silný zahraniční vlastník
<p>SLABÉ STRÁNKY</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Silná procykličnost hospodaření společnosti bude působit negativně i v očekávaném mírném hospodářském oživení
<p>PŘÍLEŽITOSTI</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Zaměření společnosti na expanzi mimo ČR
<p>HROZBY</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Další zvýšení podílu bioložky jako příměsi 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, burzovní společností, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio, burzovní společností, 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 neúplné 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 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 spoluvědoucím 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 2.4.2010 Fio, burzovní společnost, a.s. má platných 14 investičních doporučení. Z toho je 9 doporučení k nákupu a 2 doporučení akumulovat, 1 doporučení k prodeji a 2 doporučení držet. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o pověťové prezentaci investičních doporučení §7.