

Company Update

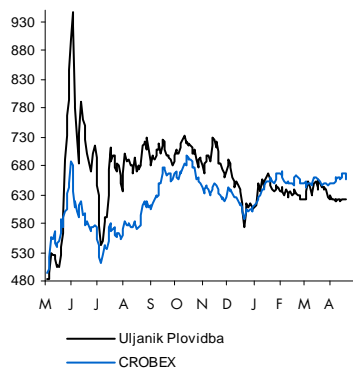
April 20, 2010

Transport & Logistics/Croatia

ULJANIK PLOVIDBA

Kupiti

Price 19.04.10	651
Price target	757
Volatility risk	medium
Year high/low	948/483
Currency	HRK
HRK/EUR	7.26
ADR rate	n.a.
Market capitalisation in EUR mn	48.8
Free float	76.6%
Free float in EUR mn	39.84
Avg. daily turnover (12 m) in EUR mn	0.1
Index	CROBEX
ISIN code	HRULPLRA0002
Bloomberg	ULPLRA CZ
Reuters	ULPL.ZA
Datastream	CR:ULP
www.uljanikplovdba.com	



Source: ZSE, RBA

Samostalna direkcija za makroekonomska i financijska istraživanja

Analitičar Nada Harambasic

Tel.: +385 1 6174 - 870

e-mail: nada.harambasic@rba.hr

Nakladnik: RBA

Petrinjska 59a, Zagreb

Disclosures: www.limun.hr

Regulator: HANFA

Društvo je nastalo 1986. u sklopu Uljanikove Grupe društava. Razlog osnivanja je bilo upravljanje nad tri broda koja su u to vrijeme izgrađena u Brodogradilištu Uljanik, a naručitelji nisu bili u stanju honorirati svoje obveze prema Brodogradilištu. Sljedeće povećanje flote sastojalo se u kupnji 4 manja broda od stečajnog dužnika Istarske Plovidbe. Godine 1998. ULJANIK PLOVIDBA se izdvaja kao zasebni poslovni subjekt, a 2003. godine su dionice ULJANIK PLOVIDBE izlistane na Zagrebačkoj burzi pod tickerom ULPL-R-A. U razdoblju 2005-2008 kompanija je provela 4 dokapitalizacije. Obnavljanje flote počelo je 2004. i danas se flota sastoji od 3 supramaxa za prijevoz suhih tereta te 5 medium range brodova za prijevoz naftnih produkata i kemikalija. Ukupna investicija u postojeću flotu iznosi 350 mil. USD, a prosječna starost brodova iznosi 4 godine. Ukupna tonaža flote trenutno iznosi oko 408.000 DWT. Naručena su 2 nova supramaxa 2 MR tankera. Do 2015. godine planira se povećanje flote na 12-15 brodova ciljajući na omjer 50:50 između brodova za suhi prijevoz i tankera. ULJANIK PLOVIDBA preko svoje kompanije kćeri United Shipping Services One i njenih podružnica iznajmljuje brodove. Podružnice su ustanovljene na principu jedan brod jedna podružnica. Na brodovima plovi 170 pomoraca, a još 270 pomoraca gravitira oko ULJANIK PLOVIDBE. U sjedištu u Puli kompanija ima 29 zaposlenika.

Poslovanje kompanije tijekom 2009. godine pokazuje rast prihoda od 4,3% u odnosu na 2008. što je najvećim dijelom postignuto uvođenjem novog broda Kastva u flotu. Uvođenje Kastva podiglo je operativne troškove i trošak plaće pomoraca te amortizacija. Trošak dokovanja je veći u odnosu na 2008. jer su tijekom godine na dokovanju bila 3 broda (u 2008. 2 broda). Uz to, slabijem operativnom rezultatu doprinijelo je i umanjene knjigovodstvene vrijednosti broda Marlera. Neto kamatni trošak je ostvario pad od 15% yoy unatoč povećanju neto duga od 22% yoy. Dodatne investicijske aktivnosti financirale su se djelomično iz operativnog novčanog tijeka (2/3), a djelomično iz novih zaduženja (1/3).

Osnovni pokazatelji

HRK	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
EPS reported	129.5	95.6	96.5	107.9	162.9
PE reported	4.2	6.3	6.4	5.8	3.8
Adjusted EPS diluted	129.5	95.6	96.5	107.9	162.9
Adjusted PE diluted	4.2	6.3	6.4	5.8	3.8
Operating cash flow per share	192.2	281.3	256.4	407.4	389.3
Price cash flow	2.8	2.1	2.4	1.5	1.6
Book value per share	1,019.5	1,005.5	1,064.4	1,132.3	1,255.2
Price book value	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
Dividend per share	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
Dividend yield	7.4%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%
EV/adjusted EBITDA	6.8	8.8	9.2	8.5	7.1

Source: Uljanik Plovdba, RBA procjene

Tržište pomorskog prijevoza

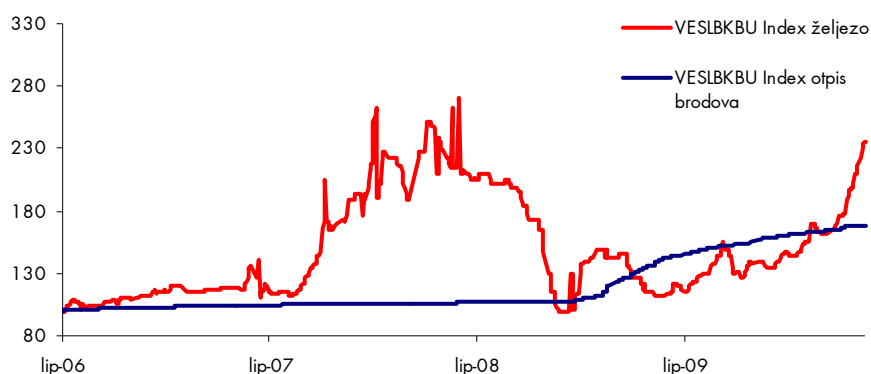
Elementi koji utječu na ponudu brodova

- **Novi brodovi**
- **Otpis ili rezanje starih brodova**
- **Prenamjena**
- **Zastoji**

Prema Hellenic Shipping News Worldwide istraživanju, tijekom razdoblja 2004-2009 svjetska flota je rasla za 6,6% u prosjeku, mjereno ukupnom tonažom, ali svega 1,9% mjereno brojem brodova. To pokazuje trend usmjeravanja na veće brodove u novim narudžbama. Ranije studije pokazuju da kada omjer narudžbe tankera premaši 15% trenutne flote, vozarine padnu za 1-2 godine za 24-26%. Kod brodova koji prevoze rasuti teret (bulkera) je ova pojava zabilježena kroz pad vozarina od 40% kada udio narudžbi premaši 13% postojeće flote.

Otpis, rezanje i prenamjena brodova služe kao svojevrsni amortizeri vozarina, jer se povećavaju kada se vozarina smanjuje. Rezanje također ovisi i o cijeni željeza te se s povećanjem cijene željeza povećava otpis brodova što u konačnici utječe na smanjenje vozarina.

Otpis bulkera i cijena željeza (index=2006)



Izvor: Bloomberg

Zastoji smanjuju ponudu brodova. Trenutno zastoji u Brazilu, Indoneziji, Kini i Australiji zadržavaju 142 capesize bulkera od ukupne svjetske flote koja broji tek nešto više od 1.000 brodova. U floti panamax bulkera, 160 ih je u zastoju u lukama dok je trenutno 78 handymax brodova u zastoju. Iako je broj brodova u zastoju diljem svijeta na rekordno visokim razinama, vozarine su ostale stabilne.

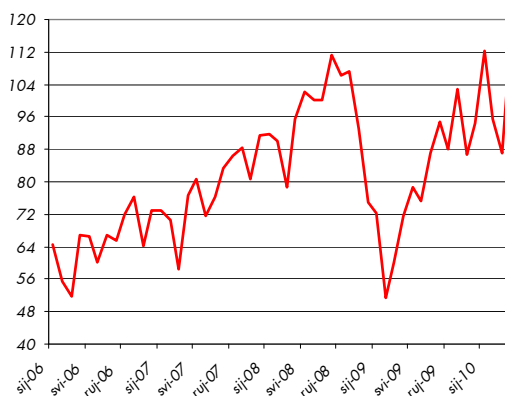
Elementi koji utječu na potražnju brodova

- Rast gospodarstava Kine i Indije
- Proizvodnja željezne rudače i ugljena
- Proizvodnja nafte

Gotovo četvrtina svih vozarina za handymax brodove ugovorenih u prva tri mjeseca ove godine bila su za brodove natovarene u Indiji jer je izvoz željezne rudače u Kinu porastao i sada dominira na tržištu manjih bulkera. Od ukupno 185 ugovora sklopljenih na spot tržištu u prva tri mjeseca ove godine za brodove veličine 40-59.000 dwt, njih 57 su bili utovareni u Indiji, prema podacima Clarkson Research Services. U nastavku se nalaze povijesni prikazi ponude i potražnje za robama koje smo identificirali kao glavne pokretače na tržištu prijevoza rasutih tereta. Iz grafova je evidentno da je u 2H 09 situacija na strani potražnje znatno uznapredovala i da je potražnja na najvišim razinama ikad.

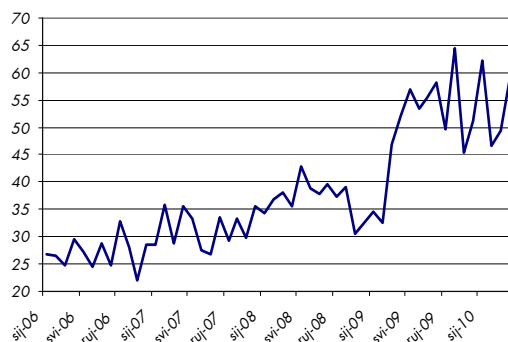
Kina je ostvarila rast od 11,9% u 1Q 10

Kineski uvoz (mil. tona)



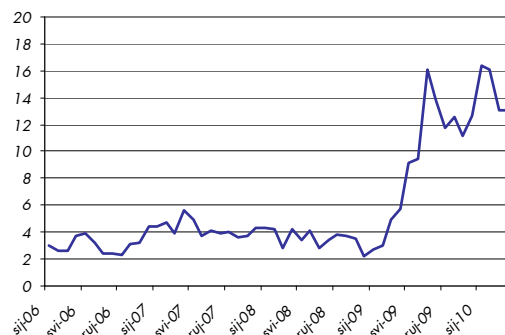
Izvor: Bloomberg

Kineski uvoz željezne rudače



Izvor: Bloomberg

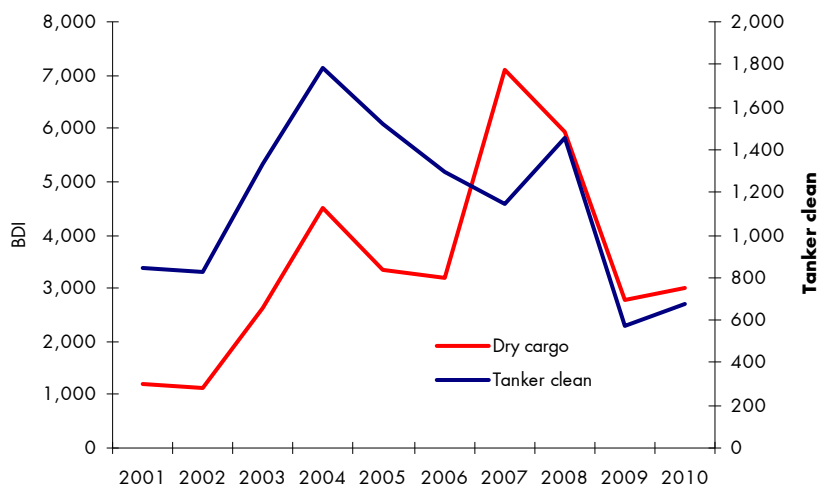
Kineski uvoz ugljena (u mil. tona)



Izvor: Bloomberg

Proizvodnja nafte: Prema OPEC-ovim podacima, 40% nafte se proizvodi u OPEC zemljama. Budući da su kapaciteti u ovim zemljama procijenjeni na oko 30% većima nego što je potražnja, crpljenje nafte se tempira tako da osigura povoljnu cijenu, odnosno da ne premaši potrebe tržišta po količini. Stoga je u ovom segmentu rast generiran potražnjom. Trenutno, oko 27% potražnje za naftom se odnosi na Sjevernu Ameriku, a manje od 10% na Kinu.

Kretanje indeksa



Izvor: Bloomberg, RBA

Imajući u vidu snažni rast potražnje kineskog gospodarstva, evidentno je da BDI indeks nije apsorbirao adekvatno povećanje. Znakovito je također da su i prijevoz rasutog tereta i tankerski prijevoz ostvarili svoje dno sredinom prošle godine.

Poslovanje ULJANIK PLOVIDBE

Rezultati poslovanja u 2009.:

Unatoč padu vozarina na svjetskom tržištu prijevoza i suhog tereta i nafte od preko 50%, kompanija je ostvarila stabilan rezultat prodaje uz povećanje od 4,3% uglavnom zbog povećanja flote za tanker Kastav. Stabilni prihodi rezultat su time charter ugovora sklopljenih prije pada vozarina. Na pogoršanje operativnog rezultata i pad EBITDA marže utjecali su uglavnom povećani operativni troškovi brodova i troškovi dokovanja, koji su porasli za čak 44% te porast plaća pomoraca koji su dijelom vezani za ulazak novog broda u flotu. Prema redovnom planu dokovanja brodova iz flote, u 2009. godini je obavljeno dokovanje triju broda, dok je u prethodnoj godini (2008) dokovano samo dva broda. Posebno treba naglasiti da na realnost povećanja operativnih troškova značajno utječu promjene prosječnog tečaja USD prema HRK koji se koriste za preračunavanje stavki radi potrebe konsolidacije (npr. za 2008. godinu je korišten prosječni tečaj HRK/USD u visini 4,93, dok je za 2009. prosječni tečaj iznosio 5,28). Operativni rezultat je dodatno umanjen i zbog korekcije vrijednosti bulkera Marlera za 4,7 mil. kuna nakon što je utvrđeno da je knjigovodstvena vrijednost ovog broda veća od procijenjene uporabne vrijednosti. Raščlanjeno po kategorijama padu operativne dobiti najviše su doprinijeli:

- Operativni troškovi brodova i troškovi dokovanja za 8,5 mil. kuna (tri dokovanja tijekom 2009 i ulazak novog broda u flotu)
- Popravci i održavanje za 2 mil. kuna (zbog ulaska novog broda u flotu)
- Plaće pomoraca za 7,2 mil. kuna (ulazak novog broda u flotu rezultira povećanjem broja zaposlenih pomoraca)
- Nenovčani trošak amortizacije i umanjenja vrijednost broda umanjio je EBIT za 18,3 mil. kuna u odnosu na EBIT 2008 te je u konačnici neto dobit manja za 19 mil. kuna nego u 2008.

Neto kamatni trošak je ostvario pad od 15% yoy unatoč povećanju neto duga od 22% yoy. Neto financijski rezultat dodatno je poboljšán pozitivnim tečajnim razlikama te transferom dobiti United Shipping Services One kompanije u 100%-tnom vlasništvu ULJANIK PLOVIDBE. Dodatne investicijske aktivnosti financirale su se djelomično iz operativnog novčanog tijeka (2/3), a djelomično iz novih zaduženja (1/3).

Usporedba 09/08

	2009	2008	% yoy
Prihod od prodaje	227.41	217.95	4.3%
EBITDA	123.08	135.43	-9.1%
EBIT	48.45	74.40	-34.9%
EBT	53.88	73.09	-26.3%
Neto dobit	52.16	71.26	-26.8%
EPS	95.85	130.94	-26.8%
EBITDA marža	54.1%	62.1%	-12.9%
EBIT marža	21.3%	34.1%	-37.6%
EBT marža	23.7%	33.5%	-29.4%
Neto marža	22.9%	32.7%	-29.8%

Izvor: ULJANIK PLOVIDBA, RBA

Rezultat 2009. uglavnom je posljedica povećanja nenovčanih troškova

Investicijske aktivnosti su se financirale iz operativnog novčanog tijeka (2/3) i 1/3 iz novih zaduženja

Oko 94% imovine su brodovi

Otplata duga moguća kroz 5,9 godina dok je planirana otplata 10 godina

Analiza kreditne sposobnosti

ULJANIK PLOVIDBA većinu svojih zaduženja ostvaruje kroz dugoročno kreditiranje. Tek 125,2 mil. kuna je realizirano kratkoročnim zaduženjem. Pregledom dugoročnih kreditnih zaduženja ULJANIK PLOVIDBE, ukupno 681,6 mil. kuna, glavnina tj. 163,78 mil. USD dobiveno je od Credit Suisse, odnosno 78%. Dugoročni krediti su svi ugovoreni u USD i osigurani su hipotekama nad brodovima te ustupanjem polica osiguranja i ostvarenim zaradama kroz zalog na dionice kompanija, a koje su zapravo svaki brod zasebna kompanija. Najveći dio imovine društva čini dugotrajna materijalna imovina (oko 94%). Brodovi su u bilanci iskazani po knjigovodstvenoj vrijednosti, ne po tržišnoj vrijednosti i ispravak vrijednosti se radi po principu konzervativnosti. Po našoj procjeni temeljem okvirnih cijena brokera Maxmart, trenutna vrijednost flote na secondhand tržištu premašuje knjigovodstvenu vrijednost za oko 10% (detaljan pregled se nalazi u poglavlju Vrednovanje). Planom otplate obuhvaćeni krediti bi se otplatili u cijelosti do 2019. godine i to u godišnjim iznosima od otprilike 80 mil. kuna godišnje.

Plan otplate dugoročnih kredita:

- 2010: 85,9 mil. HRK
- 2011: 70,3 mil. HRK
- 2012: 70,3 mil. HRK
- 2013: 68,9 mil. HRK
- 2014-2019: 476,8 mil. HRK.

Pregled kvantitativnih pokazatelja kreditne sposobnosti u prošloj godini unatoč slabljenju operativne profitabilnosti daje prilično stabilnu sliku potencijala servisiranja kredita budući da je to slabljenje znatnim dijelom rezultat negotovinskih troškova – povećane amortizacije i umanjenje knjigovodstvene vrijednosti broda. Tako je po sadašnjim rezultatima otplata duga moguća kroz 5,9 godina dok je planirana otplata 10 godina.

Kvantitativni pokazatelji

	2009	2008
Interest cover	1.8	2.4
Ordinary income margin	23.3%	33.0%
EBITDA margin	54.1%	62.1%
Equity ratio	37.9%	41.5%
ROA	3.7%	5.4%
Debt amortisation period	5.9	4.6

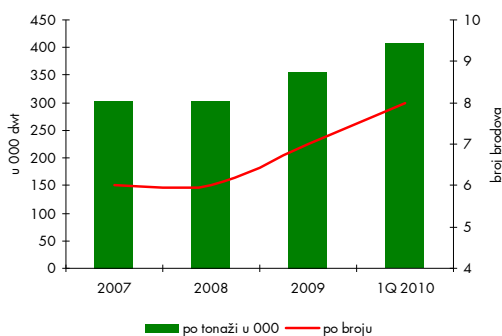
Izvor: ULJANIK PLOVIDBA, RBA

Tijekom 2009. godine neto dug se povećao za 22%, ali je neto trošak kamata pao za 15%, uslijed pada LIBOR-a u odnosu na 2008. Nadalje, kompanija će u razdoblju do 2012. godine nastaviti povećavati flotu i trenutno su naručena četiri broda, 2 u brodogradilištu 3. Maj i 2 u brodogradilištu Uljanik. Ova povećanja flote zahtijevati će, po našoj procjeni ulaganje dodatnih 700-800 mil. kuna (ne uključujući državne subvencije) čije financiranje se očekuje novim zaduživanjima, ali i vlastitim sredstvima.

Flota

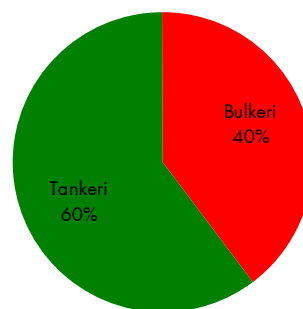
Flota Uljanik plovidbe sastoji se od 8 brodova i to 3 za prijevoz rasutog tereta i 5 tankera za prijevoz nafte i naftnih proizvoda. Prosječna starost flote je 4 godine, a najstariji su brodovi sagrađeni 2004. godine. Trenutno su ugovorene i 4 novogradnje, 2 tankera i 2 bulkera čije uključivanje u flotu se očekuje do 2012. godine. Veličina svih brodova u floti, uključujući i one koji će se tek uključiti, nosivosti su 47.000 do 56.000 dwt i ubraja se u kategoriju manjih brodova handymax/supramax i medium range (MR).

Pregled flote po godinama



Izvor: ULJANIK PLOVIDBA, RBA

Sastav flote u 2010.

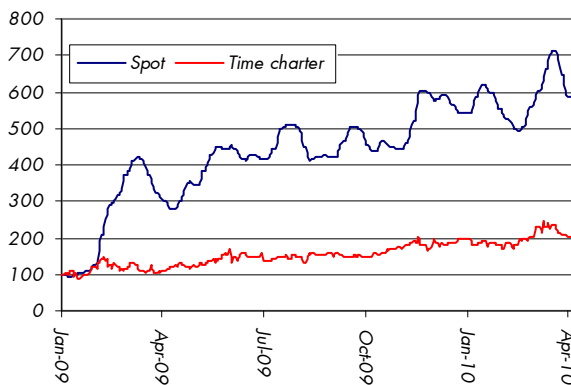


Time charter ugovaranje

Kompanije Grupe ULJANIK PLOVIDBA sve svoje brodove iznajmljuju na principu time charter ugovaranja po fiksnoj cijeni određenoj za vrijeme trajanja cijelog ugovora. Svaki novi brod odmah po zaprimanju u flotu iznajmljuje se na period 3-5 godina osim u uvjetima slabijeg tržišta kad se ugovaraju poslovi na kraći vremenski period. Zbog toga su prihodi predvidivi i prilično uravnoteženi. Na ovaj način kompanije ostvaruju prihode koji su znatno manje volatilni nego što je to slučaj kod ugovaranja na spot tržištu. Isto tako, stabilnost prihoda dodatno se pokušala osigurati diverzifikacijom brodova u floti na tankere i bulkere. Time charter ugovore sklapaju kompanije vlasnice brodova, tj. podružnice United Shipping Services One Inc. sa sjedištem u Liberiji, a koja je ujedno tvrtka kćer ULJANIK PLOVIDBE d.d.

Time charter i diverzifikacija flote smanjuju volatilnost prihoda

Usporedba spot i time charter ugovaranja za supramax brodove



Izvor: Bloomberg, RBA

Očekivanja

Obzirom na snažan rast kineskog gospodarstva u 1Q 10 očekivanja bi mogla biti i premašena

Budući da je kretanje vozarina uvelike vezano za rast svjetskog gospodarstva, a posebice Kine i Indije, kao polazišnu osnovu za određivanje potražnje na tržištu pomorskog prijevoza koristili smo procjene rasta BDP-a. Iako je najava namjere Kine zaustaviti snažni rast gospodarstva uvođenjem više stope obvezne rezerve izazvala pad na tržištu vozarina, rast od 11,9% u 1Q 10 daje razlog za optimizam.

Prognoze

Pokazatelj (% yoy)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Svjetski BDP, stalne cijene	5.2	3.0	-1.1	3.1	4.2	4.4	4.6	4.5
Azijske zemlje u razvoju BDP, stalne cijene	10.6	7.6	6.2	7.3	8.1	8.4	8.6	8.5
Azijske zemlje u razvoju uvoz	11.3	6.9	-7.0	5.3	n/a	n/a	n/a	n/a
Kina, realni BDP	13.0	9.0	8.5	9.0	9.7	9.8	9.8	9.5

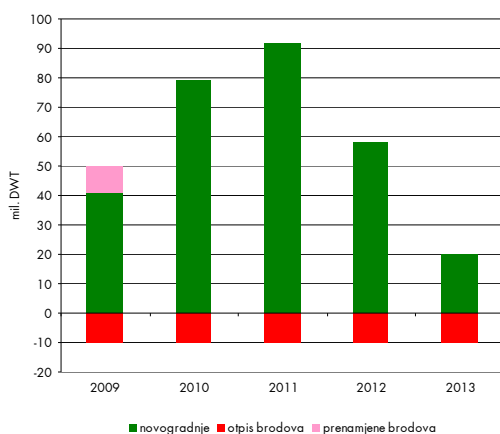
Izvor: IMF

Kapaciteti

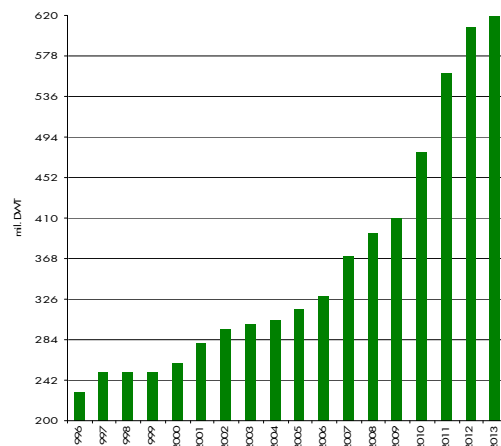
Nove narudžbe: Isporuke novih bulkera u 2010. godini se očekuju na razini rasta od 58%, sa 50 mil. DWT na 79 mil. DWT. Kao rezultat toga, ukupna flota bulkera bi mogla porasti za 16,5% ove godine, za 17% u 2011. te 8,5% u 2012. godini. Ponavljanje trenda pada vozarina, zbog udjela narudžbi koji prelaze 13% postojeće flote, nije izvjesno budući da je dno vozarina dosegnuto pod utjecaja krize, kada je veliki broj narudžbi brodova otkazan i narudžbe revidirane. Očekivani rast flote premašuje očekivanja za rast globalne trgovine commodities (robe). Međutim, brojke o narudžbama brodova nisu konačne budući da je tijekom siječnja otkazano ukupno 60 narudžbi, što je više od mjesečnog prosjeka tijekom 2009. godine, a to je treći mjesec za redom u padu narudžbi. Kod isporuka novih tankera očekivanja su nešto drugačija s obzirom da je razdoblje obvezne zamjene jednostrukih oplate dvostrukima bilo predviđeno do 2010. godine. Tako se do 2013. očekuje prosječni godišnji rast flote od 5,8%.

Ponuda brodova na tržištu:

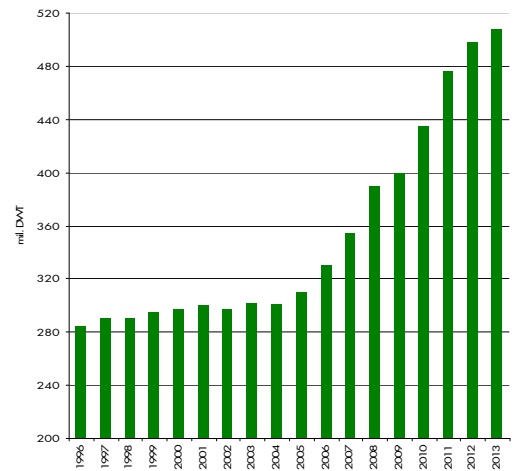
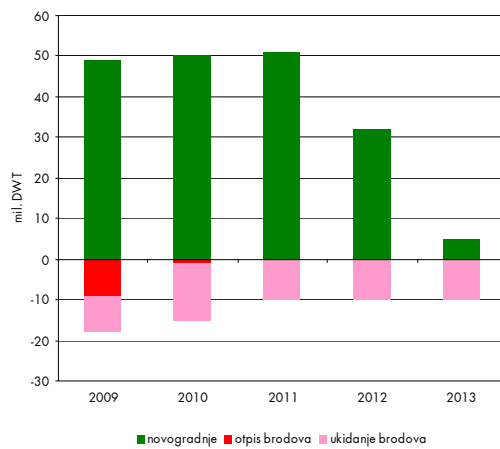
Bulkeri



Izvor: Clarksons



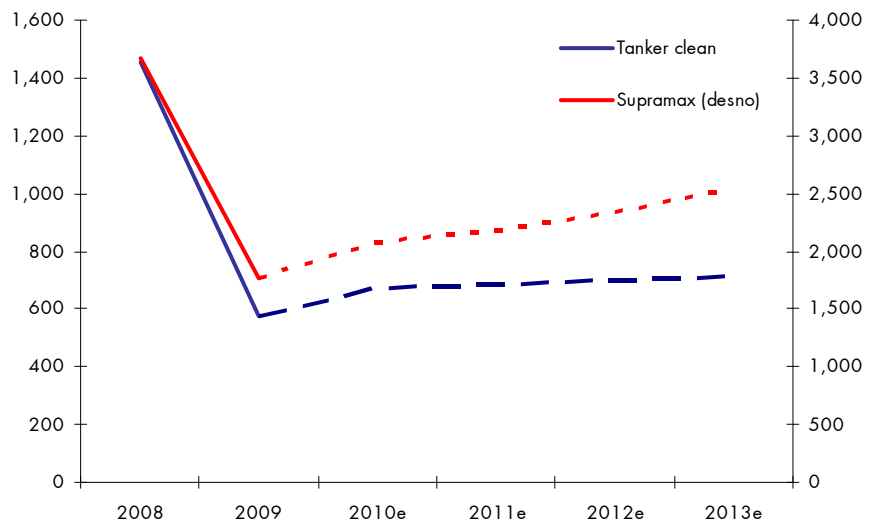
Tankeri



Izvor: Clarksons

Vozarine

Procjene kretanja indeksa



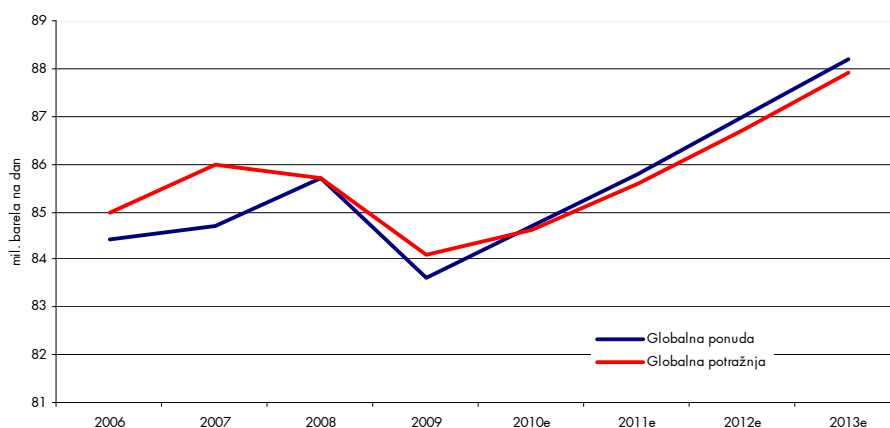
Izvor: Bloomberg, RBA

Tankeri: Bloombergova anketa pokazuje očekivanje prosječnih vozarina u ovom tromjesečju tek nešto manje nego u prethodnom tromjesečju. Razlog tome leži u visokim zalihama nafte, a 2Q je inače slabiji što se tiče tankerskih vozarina. Globalna potražnja nafte skliznut će za 0,5% na 85.9 barela/dan u 2Q 10 s 86.3 barela u 1Q 10, prema Pariškoj International Energy Agency. Japanske rafinerije planiraju smanjiti preradu za čak 17% u ovom tromjesečju. Dodatni utjecaj na smanjenje transporta nafte imat će i remont rafinerija u Aziji, ali je jednako važan element to da će bolja efikasnost brodova u ljetnim mjesecima u odnosu na zimske povećati ponudu brodova. Međutim, vozarine će se oporaviti već u 3Q 10 kada IEA očekuje oporavak potražnje za naftom, a i OPEC koji proizvodi 40% nafte, će povećati proizvodnju kroz 6 mjeseci nakon veljače. Isporuka nafte iz zemalja koje

Osim očekivanog rasta naftnih produkata očekuje se i rast upotrebe biodizela

nisu u OPEC-u povećati će se za 0,6% ove godine što će potaknuti potražnju za tankerima. Zbog povećanja kapaciteta rafinerija u Južnoj aziji i Srednjem istoku očekuje se porast izvoza njihovih rafiniranih produkata a time i porast potražnje za prijevozom iz tih dijelova svijeta prema Europi i USA. Osim toga, očekuje se i dalje nastavak rastućeg trenda u svjetskoj potražnji za biljnim uljima. S tim u vezi je i očekivani rast tržišta biodizela odnosno rast upotrebe biodizela kao alternativnog goriva. Tako će prosječna očekivana vozarina na tankerima u 2010. godini biti na razini od 28.758 USD/dan (u skladu s Bloombergovom anketom) što je za 24% više nego prosječnih 23.130 USD/dan ostvarenih u 2009. godini. Iako je potražnja za naftom najveća u Sjevernoj Americi, preko 27% svjetske potražnje, najveći rast potražnje se očekuje od azijskih zemalja u razvoju, što prema OPEC-ovom istraživanju čini 79% rasta potražnje do 2030. godine. Potražnja nafte u Kini danas iznosi manje od 10% svjetske potražnje.

Ponuda i potražnja za naftom



Izvor: OPEC

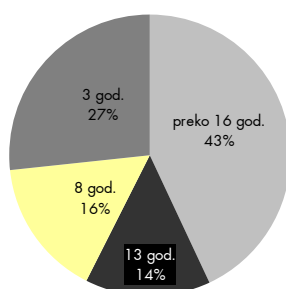
Bulkeri: Potražnja za dvjema robama – ugljen i željezna rudača biti će pokretači prijevoza rasutog tereta i u bliskoj budućnosti kao što su to bili i do sada. Kako potražnja za čelikom raste, posebno u azijskim zemljama, željezna rudača bi trebala ostvariti najveći rast među rasutim teretom. Prema publikaciji BP Statistical Review of World Energy, 2009, oko 40% električne energije u svijetu se dobiva pomoću ugljena. Najveći proizvođači ugljena su Kina, Rusija, SAD i Indija i oni ukupno raspolažu s više od 2/3 svjetskih zaliha ugljena, ali su i najveći potrošači ugljena. OPEC procjenjuje da će Kineska potražnja za ugljenom rasti po stopi 2,6% godišnje do 2030. godine. Žitarice su također među najtrgovanim rasutim teretom i njihova potražnja također utječe na kretanje cijena vozarina. Stoga će rast stanovništva koji se procjenjuje na preko 1% godišnje u srednjem roku odigrati važnu ulogu u potražnji žitarica.

Zbog 42,9% udjela bulкера (10-60.000 DWT) izgrađenih prije 1994. godine, potencijal potpore vozarinama iz ovog razloga ocjenjujemo solidnim.

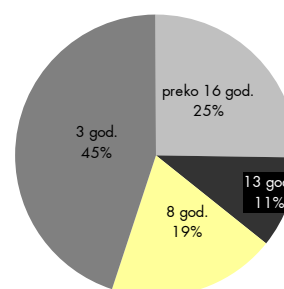
Za 2011. godinu smo ipak nešto optimističniji u odnosu na vozarine istaknute u forward ugovorima upravo zbog fleksibilnosti u isporuci/zaprimanju novih brodova te zbog relativno povoljnih cijena rezanja brodova koji će smanjiti flotu. Zbog 42,9% udjela bulкера (10-60.000 DWT) izgrađenih prije 1994. godine (podaci brokera The Platou Report 2010), potencijal potpore vozarinama iz ovog razloga ocjenjujemo solidnim. Najvažniji razlog optimizma je u Kineskom rastu u prvom tromjesečju koji je unatoč uvođenju restriktivnih mjera (povećanje obvezne stope

rezerve) ostvario rast iznad očekivanja. Inače, forward ugovori su tradicionalno konzervativni i služe kao osiguranje od rizika, a ne sredstvo za ostvarivanje dobiti. Što se tiče očekivanja za 2012-2015 godinu, zbog velikog broja elemenata koji utječu na ovo tržište, procijenjene vozarine su prilično volatilne. Ipak, pomicanje isporuke brodova i povećanje vremena zadržavanja u lukama trebale bi izbalansirati ponudu i potražnju te zajedno s oporavkom globalnog gospodarstva rezultirati u oporavku trenda na tržištu već u 2012. godini.

Prosječna starost supramax bulkera



Prosječna starost MR tankera

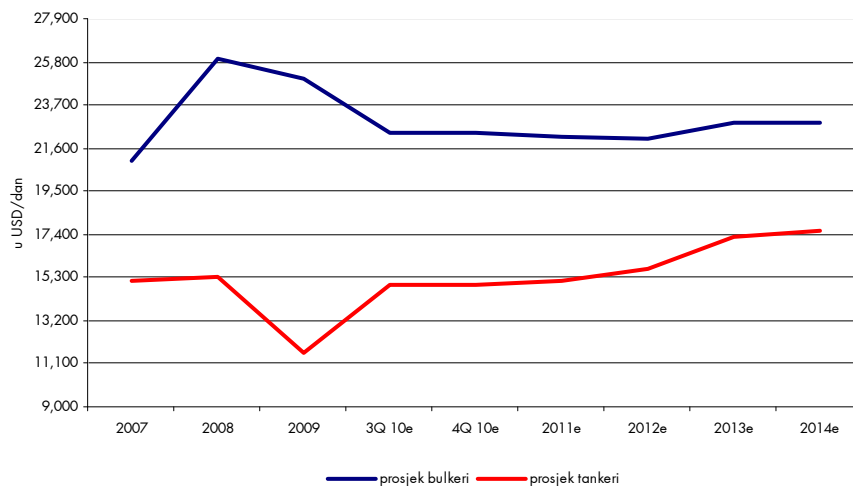


Izvor: The Platou Report 2010, RBA

Model

U nastavku slijedi prikaz ugovaranja brodova za razdoblje planiranja 2010-2014 po prosječnim procijenjenim vozarinama u USD/po danu podijeljeni u skupine bulkera i tankera. Za tri bulker broda pretpostavili smo da će novi ugovori biti sklopljeni u 2011. i 2013. godini, dok smo za tankere pretpostavili da će novi ugovori biti sklopljeni za brodove Ebony, Kastav i Verige u 3Q 10, za brod Pula u 2012., a za ostale u 2011. i 2013. godini. Ostale pretpostavke uključuju kretanje HRK/USD tečaja i isporuke naručenih brodova koji su također uključeni u planiranje s obzirom na najavljeni rok isporuke. Nadalje, pretpostavili smo da broj dana komercijalnog rada brodova i dalje vrlo visoka, na 355 dana za nove brodove te opada za po jedan dan u godini svakom godinom starosti. Vrijeme provedeno na dokovanju procijenjeno je na 4 dana godišnje budući da je brod na doku dva puta u pet godina po 20 dana. Vozarine pretpostavljene u tablici ispod baziraju se na forward ugovorima uz korekcije na više zbog manjih očekivanja za ulazak novih brodova u globalnu flotu te optimističnijeg očekivanja rasta kineskog BDP-a.

Ugovaranje brodova



Izvor: RBA procjena

Ostali operativni troškovi najvećim dijelom se planiraju fiksno po brodu (osiguranje, trošak dokovanja, održavanje, flota i ostali zavisni troškovi).

Planirana kapitalna ulaganja odnose se na plaćanje situacija na naručenim brodovima. Pretpostavili smo da se plaćanje svakog broda odvija kroz tri godine u jednakim dijelovima. Iz ukupnog pretpostavljenog troška svakog novog broda izdvojili smo dio koji se prima na ime državnih subvencija i to 10-11% odnosno USD 4,2 mil. po brodu (naša pretpostavka). Tako smo došli do ukupno potrebnog ulaganja od oko 785 mil. kuna za četiri naručena broda.

Kapitalna ulaganja još oko 785 mil. kuna

Transfer dobiti od United Shipping Services One je planiran na razini oko 25% ostvarene dobiti te kompanije, a ovaj prihod je uključen u financijske prihode. Državne subvencije za gradnje brodova u domaćim brodogradilištima amortizirane su kroz 20 godina na koliko se procjenjuje uporabni vijek broda. Godišnji prihod subvencija uključen je u ostale operativne prihode.

Rizici odstupanja od planiranog:

Tržište vozarina vrlo je volatilno i njihovo odstupanje od naše procjene može uvelike i umanjiti i uvećati očekivane prihode. Nadalje, planirano povećanje flote podložno je kašnjenju isporuke brodova te bi prihod mogao biti manji od prihoda očekivanog u modelu. Eventualne korekcije uporabne vrijednosti brodova mogle bi dovesti do jednokratnih troškova. Kompanija je izložena tečajnom riziku HRK/USD. Oko 88% prihoda u USD je pokriveno rashodima te je ovaj rizik smanjen na oko 12% godišnjih prihoda. Tečajni rizik HRK/USD također se odnosi na kredite ugovorene u USD. Sva gore navedena moguća odstupanja od pretpostavki u modelu značajno utječu na vrednovanje.

Vrednovanje

U DCF (diskontirani novčani tok) vrednovanju koristili smo industrijsku betu od 1,2 s obzirom na visoku volatilnost ovog sektora, dok smo u odnosu na industrijsku betu za betu kompanije koristili 0,8 budući da se prihodi ostvaruju na time charter ugovorima koji su znatno postojaniji od spot tržišta. Ostale komponente računanja WACC stope su premija na rizik zemlje od 6% i bezrizična kamatna stopa od 6% opadajući prema 5,2% u terminalnoj vrijednosti. Trošak kapitala kompanije je za 0,5% veći od bezrizičnu kamatnu stopu. Ciljana struktura kapitala je 50%. Tako smo dobili WACC od 9,1% u 2010. godini opadajući prema 8% u terminalnoj vrijednosti koji smo koristili za diskontiranje novčanog toka.

Kao rezultat vrednovanja DCF metodom dobili smo cijenu od 752 kune po dionici i ova cijena predstavlja ciljanu cijenu dionica ULPL-R-A kroz narednih 12 mjeseci, a dobivena je diskontiranjem slobodnog novčanog toka 8 mjesecu u 2011. i četiri mjeseca u 2012.

Usporedive kompanije (peer)

Naziv kompanije	P/E								
	2010e	2011e	2012e	2010e	2011e	2012e	2010e	2011e	2012e
DryShips Inc	116.9	15.9	12.5	15.65	8.95	7.6	8.87	6.01	5.3
Mitsui OSK Lines Ltd	11.82	8.63	7.12	5.5	4.5	3.88	7.05	3.9	3.13
Thoresen Thai Agencies PCL	7.9	5.5	4.8	6.75	5.05	4.3	3.7	3	2.8
Nippon Yusen KK	19.7	9.76	9.3	11.8	7.97	7.2	3.33	3.54	3.11
Median	15.76	9.195	8.21	9.275	6.51	5.75	5.375	3.72	3.12

Peer vrednovanje

Pokazatelji procjena	2010e	2011e	2012e	Cijena	2010e	2011e	2012e
EPS	96.46	107.89	162.90	P/E	1520.3	992.1	1337.4
CFPS	256.35	407.37	389.27	P/CF	853.7	1442.1	1210.6
EBITDA	139.52	158.99	190.74	EV/EBITDA	648.5	43.6	138.8
NBID	941.20	1011.29	1021.23				
Broj dionica	0.544	0.544	0.544	Target price		909.6	

Source: Bloomberg, RBA procjene

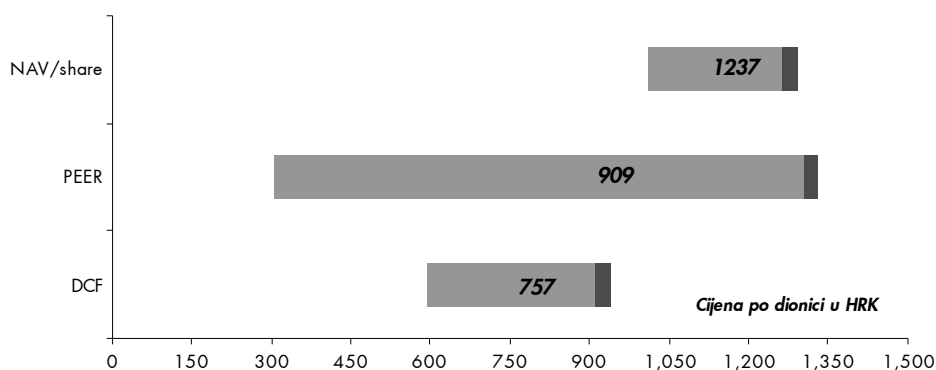
Prilikom odabira usporedivih kompanija vodili smo se nalaženjem kompanija koje u svojoj floti imaju i bulkere i tankere, ali da je istovremeno dostupna prognoza poslovanja u razdoblju 2010-2012. Budući da je ovaj odabir dao samo dvije kompanije za usporedbu, u grupu smo uključili i jednu kompaniju s bulker flotom i jednu s tankerima.

Vrednovanje neto imovine

Dry bulk carriers				
Ship	Gradnja	DWT	Dužina/širina	MV (mil USD)
JBU Levan	2006	53,688	190 m/32.26 m	32
Volme	2004	52,949	188.5 m/ 32.26 m	30
Marlera	2004	56,042	190 m/32.26 m	33
Tankers				
Ebony Point	2004	46,914	182.427 m/32.23m	31
FR8 Adria	2005	46,914	182.427m/ 32.23m	31
Pula	2006	46,914	182.50m/32.20m	33
Kastav	2009	52,610	195.09m/32.20m	40
Verige	March-10	52,610	195.11m/32.20m	40
Ukupno flota u mil. HRK				1432
Neto dug				759
NAV				673
NAV/dionici u HRK				1237

Source: Maximart, RBA procjene

Pregled rezultata vrednovanja



Izvor: Bloomberg, Maximart, RBA

Ciljana cijena za 12 mjeseci je 757 kuna po dionici

Konačno, smatramo da je DCF cijena najpouzdanija jer je cijena određena peer vrednovanjem dobivena kao prosjek vrlo širokog raspona cijena dok je vrednovanjem neto imovine dobiveno statičko vrednovanje za slučaj likvidacije kompanije u sadašnjem trenutku. Zbog toga dajemo 100% težine ciljanoj cijeni dobivenoj DCF metodom od 757 kuna po dionici. Budući da ciljana cijena daje potencijal rasta tijekom razdoblja od 12 mjeseci veći od 15% u odnosu na trenutnu cijenu, za dionice Uljanik plovidbe dajemo preporuku „kupiti“.

DCF valuation

FCF projection (HRK mn)	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	TV CF
NOPLAT	50.9	58.4	81.4	138.3	137.3	119.6	119.6
Adj. NOPLAT	50.9	58.4	81.4	138.3	137.3	119.6	119.6
Depreciation of PPE & intangibles	87.5	99.4	107.5	110.1	109.5	110.0	110.0
Gross investment in PPE & intangibles	-300.0	-270.0	-200.0	-100.0	-100.0	-100.0	-138.2
Change in working capital	0.2	62.4	13.9	-9.2	-7.8	-3.9	2.7
NWC/Sales	-30.8%	-43.7%	-40.9%	-32.9%	-30.9%	-30.0%	-30.0%
Change in LT provisions other than tax	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0		
Net acquisitions & disposals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Free cash flow to firm	-163.1	-49.8	2.8	139.2	139.0	125.7	94.1
Adj. free cash flow to firm	-163.1	-49.8	2.8	139.2	139.0	125.7	94.1
EV DCF, mid-year assumption		1,323.1	1,487.5				
MV of non-operating assets		0.0	0.0				
MV of net debt		941.2	1,011.3				
MV of minorities		0.0	0.0				
Adjustments to EV		0.0	0.0				
Fair value of equity		381.9	476.2				
Shares outstanding (mn)		0.5	0.5				
Price target per share per 01/01 (in HRK)		700.1	873.0				

Value drivers	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	TV CF
Consolidated sales yoy	13.1%	25.9%	17.2%	17.0%	1.0%	0.0%	2.0%
EBITDA margin	54.2%	49.1%	50.3%	56.7%	55.8%	52.0%	52.0%
Rate of taxes paid	-2.1%	-2.0%	-2.2%	-2.4%	-2.4%	-3.0%	-3.0%
Working capital/sales	-30.8%	-43.7%	-40.9%	-32.9%	-30.9%	-30.0%	-30.0%
Capex/depreciation	342.7%	271.7%	186.0%	90.9%	91.4%	90.9%	125.6%
Free cash flow margin	-63.4%	-15.4%	0.7%	31.3%	31.0%	28.0%	21.0%

WACC	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	TV CF
Target capital structure (at MV)	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
Debt/equity ratio (at MV)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Risk free rate (local)	6.0%	5.6%	5.1%	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%
Equity market premium	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.5%
Levered beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of equity	11.8%	11.3%	10.9%	11.1%	11.1%	11.0%	10.5%
Cost of debt	6.5%	6.1%	5.6%	5.9%	5.8%	5.7%	5.7%
Tax rate	-2.1%	-2.0%	-2.2%	-2.4%	-2.4%	-3.0%	-3.0%
WACC	9.1%	8.6%	8.2%	8.4%	8.4%	8.3%	8.0%

Sensitivity analysis

Growth sensitivity (HRK)	Terminal growth rate						
	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
WACC							
6.5%	839.9	1,039.5	1,278.9	1,571.4	1,937.1	2,407.0	3,033.4
7.0%	626.5	792.2	988.1	1,223.1	1,510.3	1,869.1	2,330.4
7.5%	443.4	582.9	745.6	937.9	1,168.6	1,450.5	1,802.8
8.0%	284.7	403.4	540.4	700.1	888.8	1,115.3	1,392.1
8.5%	145.8	247.8	364.3	498.7	655.6	840.9	1,063.3
9.0%	23.2	111.5	211.7	326.1	458.1	612.1	794.0
9.5%	-85.9	-8.7	78.0	176.3	288.7	418.3	569.5

Margin sensitivity (HRK)	FCF margin TV						
	19.5%	20.0%	20.5%	21.0%	21.5%	22.0%	22.5%
WACC							
6.5%	1,371.0	1,437.8	1,504.6	1,571.4	1,638.3	1,705.1	1,771.9
7.0%	1,046.8	1,105.6	1,164.3	1,223.1	1,281.9	1,340.6	1,399.4
7.5%	781.3	833.5	885.7	937.9	990.1	1,042.3	1,094.5
8.0%	559.8	606.6	653.3	700.1	746.8	793.6	840.4
8.5%	372.2	414.4	456.6	498.7	540.9	583.1	625.3
9.0%	211.2	249.5	287.8	326.1	364.4	402.6	440.9
9.5%	71.6	106.5	141.4	176.3	211.3	246.2	281.1

Source: RBA procjene

Financial statements (IFRS)

<i>Income statement (HRK mn)</i>	<i>12/2007</i>	<i>12/2008</i>	<i>12/2009</i>	<i>12/2010e</i>	<i>12/2011e</i>	<i>12/2012e</i>
Consolidated sales	209.3	217.9	227.4	257.2	323.7	379.6
Changes in inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Own work capitalised	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other operating income	198.9	3.3	3.7	4.4	7.7	8.5
Total revenues	408.2	221.2	231.1	261.6	331.5	388.1
Material costs	-29.3	-26.9	-37.3	-45.3	-66.6	-75.1
Personnel expenses	-47.4	-45.1	-52.1	-61.3	-87.1	-101.2
Other operating expenses	-13.1	-13.7	-18.6	-15.4	-18.8	-21.0
EBITDA	318.4	135.5	123.1	139.5	159.0	190.7
Depreciation of PPE and intangibles	-51.1	-61.0	-74.6	-87.5	-99.4	-107.5
EBITA	267.3	74.4	48.4	52.0	59.6	83.2
Amortisation, impairment of goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	267.3	74.4	48.4	52.0	59.6	83.2
Investment income	0.0	22.6	26.0	35.9	40.2	48.0
Net interest income	-11.0	-30.1	-26.4	-34.3	-39.9	-40.8
Other financial result	-1.7	6.2	5.9	0.0	0.0	0.0
Financial result	-12.7	-1.3	5.4	1.6	0.3	7.2
Earnings before taxes	254.6	73.1	53.9	53.6	59.9	90.5
Taxes on income	0.0	-1.8	-1.7	-1.1	-1.2	-1.8
Extraordinary result	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit before minorities	254.6	71.3	52.2	52.5	58.7	88.6
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit after minorities	254.6	71.3	52.2	52.5	58.7	88.6

<i>Balance sheet (HRK mn)</i>	<i>12/2007</i>	<i>12/2008</i>	<i>12/2009</i>	<i>12/2010e</i>	<i>12/2011e</i>	<i>12/2012e</i>
Current assets	119.2	108.7	58.7	84.6	112.1	84.6
Liquid funds	112.2	98.6	48.0	75.2	100.2	70.6
Receivables	4.6	4.9	5.3	5.8	7.3	8.5
Inventories	2.4	3.1	3.3	3.7	4.6	5.4
Other assets	0.0	2.1	2.1	0.0	0.0	0.0
Fixed assets	1,202.7	1,243.1	1,388.2	1,600.6	1,771.3	1,863.7
Property, plant & equipment	1,199.3	1,125.2	1,308.9	1,521.4	1,692.0	1,784.5
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Financial assets	3.4	117.8	79.3	79.3	79.3	79.3
Deferred tax assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total assets	1,321.9	1,351.8	1,446.8	1,685.3	1,883.4	1,948.3
Current liabilities	155.9	153.9	214.9	218.9	290.2	237.8
Long-term liabilities	698.2	636.8	683.4	886.1	974.7	1,023.5
Shareholders' equity	467.8	561.0	548.5	579.2	616.1	683.0
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deferred tax liabilities	0.0	0.0	0.0	1.1	2.3	4.1
Total liabilities	1,321.9	1,351.8	1,446.8	1,685.3	1,883.4	1,948.3

<i>Cash flow statement (HRK mn)</i>	<i>12/2007</i>	<i>12/2008</i>	<i>12/2009</i>	<i>12/2010e</i>	<i>12/2011e</i>	<i>12/2012e</i>
Earnings before taxes	254.6	73.1	53.9	53.6	59.9	90.5
Taxes paid	0.0	-1.8	-1.7	0.0	0.0	0.0
Amortisation and depreciation	51.1	61.0	79.3	87.5	99.4	107.5
Other non-cash items	0.0	0.0	0.0	-1.8	0.0	0.0
Cash flow from result	305.7	132.3	131.5	139.3	159.3	198.0
Change in working capital	-178.1	-26.6	22.0	0.2	62.4	13.9
Operating cash flow	127.6	105.7	153.5	139.5	221.7	211.8
Capex PPE and intangible assets	-714.2	-64.9	-280.7	-300.0	-270.0	-200.0
Acquisitions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Disposal of fixed assets (total)	266.5	0.0	38.5	0.0	0.0	0.0
Other items (investments)	-43.0	-2.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Investing cash flow	-490.6	-67.0	-242.3	-300.0	-270.0	-200.0
Dividend payments	-12.3	-18.3	-22.8	-21.8	-21.8	-21.8
Other changes in equity	85.0	-23.4	-2.0	0.0	0.0	0.0
Change in interest-bearing financial assets	3.9	-2.5	9.6	0.0	0.0	0.0
Other items	-384.1	54.2	-33.1	0.0	0.0	0.0
Change in NIBD	-670.6	48.8	-137.1	-182.3	-70.1	-9.9

Source: Uljanik Plovidba, RBA procjene

Financial ratios

Changes yoy	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
Consolidated sales yoy	n.a.	4.1%	4.3%	13.1%	25.9%	17.2%
EBITDA yoy	%	-57.5%	-9.1%	13.4%	14.0%	20.0%
EBITA yoy	%	-72.2%	-34.9%	7.3%	14.7%	39.6%
EBIT yoy	%	-72.2%	-34.9%	7.3%	14.7%	39.6%
EBT yoy	%	-71.3%	-26.3%	-0.6%	11.8%	51.0%
Net profit after minorities yoy	%	-72.0%	-26.8%	0.6%	11.8%	51.0%

Margins	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
Material costs margin	-14.0%	-12.3%	-16.4%	-17.6%	-20.6%	-19.8%
EBITDA margin	152.1%	62.1%	54.1%	54.2%	49.1%	50.3%
EBITA margin	127.7%	34.1%	21.3%	20.2%	18.4%	21.9%
EBIT margin	127.7%	34.1%	21.3%	20.2%	18.4%	21.9%
EBT margin	121.6%	33.5%	23.7%	20.8%	18.5%	23.8%
Net margin	121.6%	32.7%	22.9%	20.4%	18.1%	23.4%

Balance sheet (HRK mn)	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
Net working capital	-62.7	-58.4	-79.0	-79.2	-141.6	-155.4
Net interest-bearing debt	670.6	621.8	758.9	941.2	1,011.3	1,021.2
Capital employed	1,252.2	1,281.4	1,355.4	1,595.6	1,727.7	1,774.9
Market capitalisation	1,378.5	297.2	329.6	338.0	338.0	338.0
Enterprise value	2,049.1	919.0	1,088.5	1,279.2	1,349.3	1,359.3

Financing (x)	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
Interest cover	7.3	4.0	4.6	4.0	4.0	4.7
Internal financing ratio	0.3	1.6	0.6	0.5	0.8	1.1
Net gearing	143.4%	110.8%	138.3%	162.5%	164.1%	149.5%
Quick ratio	0.7	0.7	0.3	0.4	0.4	0.3
Fixed assets cover	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
Capex / depreciation	14.0	1.1	3.8	3.4	2.7	1.9
Equity ratio	35.4%	41.5%	37.9%	34.4%	32.7%	35.1%

Profitability	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
Return on assets	45.9%	7.8%	5.6%	5.5%	5.5%	6.7%
Return on equity	%	13.9%	9.4%	9.3%	9.8%	13.6%
Return on capital employed	%	8.3%	5.9%	5.9%	5.9%	7.3%

Per share data (HRK)	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
Weighted avg. no. of shares (mn)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EPS reported	636.43	129.49	95.62	96.46	107.89	162.90
EPS pre-goodwill	636.43	129.49	95.62	96.46	107.89	162.90
Adjusted EPS diluted	636.43	129.49	95.62	96.46	107.89	162.90
Operating cash flow per share	318.94	192.15	281.30	256.35	407.37	389.27
Book value per share	1,169.40	1,019.53	1,005.52	1,064.37	1,132.27	1,255.17
Dividend per share	42.50	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
Payout ratio	6.7%	30.9%	41.8%	41.5%	37.1%	24.6%

Valuation (x)	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
PE reported	5.4	4.2	6.3	6.4	5.8	3.8
PE pre-goodwill	5.4	4.2	6.3	6.4	5.8	3.8
Adjusted PE diluted	5.4	4.2	6.3	6.4	5.8	3.8
Price cash flow	10.8	2.8	2.1	2.4	1.5	1.6
Price book value	2.9	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
Dividend yield	1.2%	7.4%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%
Free cash flow yield	-23.2%	13.7%	-26.9%	-47.5%	-14.3%	3.5%
EV/sales	9.8	4.2	4.8	5.0	4.2	3.6
EV/EBITDA	6.4	6.8	8.8	9.2	8.5	7.1
EV/EBIT	7.7	12.4	22.5	24.6	22.6	16.3
EV/operating cash flow	16.1	8.7	7.1	9.2	6.1	6.4
Adjusted EV/CE	1.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Adjusted EV/CE vs. ROCE/WACC				1.3	1.2	0.9

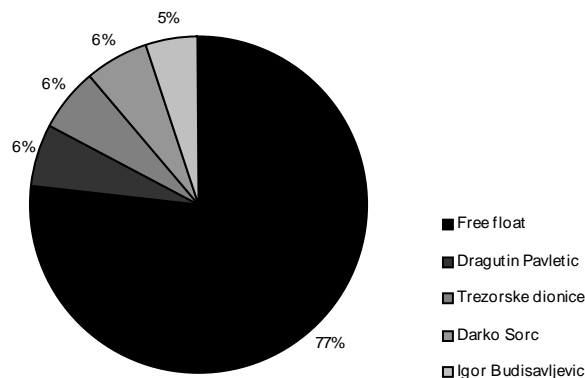
Source: Uljanik Plovidba, RBA procjene

Fact Sheet

Company description

Društvo je nastalo 1986. u sklopu Uljanikove Grupe društava. Razlog osnivanja je bilo upravljanje nad tri broda koja su u to vrijeme izgrađena u Brodogradilištu Uljanik, a naručitelji nisu bili u stanju honorirati svoje obveze prema Brodogradilištu. Sljedeće povećanje flote sastojalo se u kupnji 4 manja broda od stečajnog dužnika Istarske Plovidbe. Godine 1998. ULJANIK PLOVIDBA se izdvaja kao zasebni poslovni subjekt, a 2003. godine su dionice ULJANIK PLOVIDBE izlistane na Zagrebačkoj burzi pod tickerom ULPL-R-A. U razdoblju 2005-2008 kompanija je provela 4 dokapitalizacije. Obnavljanje flote počelo je 2004. i danas se flota sastoji od 3 supramaxa za prijevoz suhih tereta te 5 medium range brodova za prijevoz naftnih produkata i kemikalija. Ukupna investicija u postojeću flotu iznosi 350 mil. USD, a prosječna starost brodova iznosi 4 godine. Ukupna tonaža flote trenutno iznosi oko 408.000 DWT. Naručena su 2 nova supramaxa 2 MR tankera. Do 2015. godine planira se povećanje flote na 12-15 brodova ciljajući na omjer 50:50 između brodova za suhi prijevoz i tankera. ULJANIK PLOVIDBA preko svoje kompanije kćeri United Shipping Services One i njenih podružnica iznajmljuje brodove. Na brodovima plovi 170 pomoraca, a još 270 pomoraca gravitira oko ULJANIK PLOVIDBE. U sjedištu u Puli kompanija ima 29 zaposlenika.

Shareholder structure



Strengths/Opportunities

- Različite vrste brodova daju kompaniji prednost u diverzifikaciji i otpornosti u sektorskim ciklusima
- Cijela flota je u vlasništvu kompanije i ima prosječna starost od 4 godine
- Ugovori se sklapaju na duže vremensko razdoblje s poznatim i stalnim klijentima što kompaniji s obzirom na malu flotu daje sigurnost
- Većina prihoda i rashoda se ostvaruje u USD što predstavlja svojevrsno prirodno osiguranje od oscilacija tečaja
- Oslobođenje plaćanja poreza na dobit iz broderske djelatnosti

Weaknesses/Threats

- Poslovanje samo u broderskom sektoru implicira izloženost cikličnosti industrije
- Tržištu bi mogla prijetiti prekapacitiranost brodovima što bi imalo negativan utjecaj na vozarine
- Narudžbe brodova podložne su kašnjenju u isporuci
- Opasnost od havarija i piratstva
- Pomanjkanje pomoraca, naročito časničkog kadra

Income statement (HRK mn)	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
Consolidated sales	227.4	257.2	323.7	379.6
EBITDA	123.1	139.5	159.0	190.7
EBIT	48.4	52.0	59.6	83.2
EBT	53.9	53.6	59.9	90.5
Net profit bef. min.	52.2	52.5	58.7	88.6
Net profit after min.	52.2	52.5	58.7	88.6

Balance sheet

Total assets	1,446.8	1,685.3	1,883.4	1,948.3
Shareholders' equity	548.5	579.2	616.1	683.0
Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0
NIBD	758.9	941.2	1,011.3	1,021.2

Cash flow statement

Operating cash flow	153.5	139.5	221.7	211.8
Investing cash flow	-242.3	-300.0	-270.0	-200.0
Change NIBD	-137.1	-182.3	-70.1	-9.9

Source: Uljanik Plovidba, RBA procjene

Per share data (HRK)	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
EPS pre-goodwill	95.62	96.46	107.89	162.90
Adj. EPS diluted	95.62	96.46	107.89	162.90
Operating cash flow	281.30	256.35	407.37	389.27
Book value	1,005.52	1,064.37	1,132.27	1,255.17
Dividend	40.00	40.00	40.00	40.00
Payout ratio	41.8%	41.5%	37.1%	24.6%

Valuation (x)

PE pre-goodwill	6.3	6.4	5.8	3.8
Adj. PE diluted	6.3	6.4	5.8	3.8
Price cash flow	2.1	2.4	1.5	1.6
Price book value	0.6	0.6	0.5	0.5
Dividend yield	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%
FCF yield	-26.9%	-47.5%	-14.3%	3.5%
EV/EBITDA	8.8	9.2	8.5	7.1
EV/EBIT	22.5	24.6	22.6	16.3
EV/operating CF	7.1	9.2	6.1	6.4

OPĆE NAPOMENE

Ova analiza je izrađena samo za potrebe informiranja. Ovu publikaciju izrađuje i za nju je odgovorna Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb. Ova publikacija ili bilo koji njezin dio ne može se smatrati ponudom ili pozivom na kupnju bilo koje imovine ili prava. Informacije, mišljenja, analize, zaključci, prognoze i projekcije koji se iznose zasnivaju se na javnim statističkim i ostalim informacijama što potječu iz izvora u čiju se potpunost i točnost Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb pouzdaje, ali za koje ne jamči. Utoliko su informacije, mišljenja, zaključci, prognoze i projekcije izneseni u ovoj publikaciji podložni promjenama koje ovise o promjenama izvora informacija, kao i o promjenama koje nastupe od trenutka pisanja teksta do njegova čitanja. Svi vrijednosni papiri i ostale imovine što se spominju u ovom dokumentu mogu biti predmetom zauzimanja pozicije od strane Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb. Sve takve imovine i prava mogu nositi rizik na čiju procjenu stavovi izneseni u ovom dokumentu ne mogu utjecati. Dokument ili njegovi dijelovi ne mogu se kopirati, ili na bilo koji drugi način reproducirati bez navođenja izvora.

POSEBNE NAPOMENE

Raiffeisenbank Austria d.d. je imenovana za obavljanje poslova specijaliste za dionice ULJANIK PLOVIDBE. Analitičar ne posjeduje dionice ULPL-R-A, a portfelji analitičara dostupni su na www.limun.hr.

OBJAŠNJENJE PREPORUKE

Rizik volatilnosti može biti: nizak, srednji i visok, a odnosi se na volatilnost dionice u odnosu na tržište. Također, volatinitet i klasifikacija rizika se mogu promijeniti tijekom vremena.

Ulagačka preporuka: Ulagačka preporuka temelji se na očekivanom ukupnom povratu unutar 12 mjeseci nakon dana izdavanja preporuke.

Kupiti: Od dionica koje dobivaju preporuku kupiti se očekuje ukupni povrat od najmanje 15% (20% za dionice u razredu visoke likvidnosti) unutar 12 mjeseci nakon dana izdavanja preporuke.

Držati: Od dionica koje dobivaju preporuku držati se očekuje ukupni povrat do 15% (20% za dionice u razredu visoke likvidnosti) unutar 12 mjeseci nakon dana izdavanja preporuke.

Smanjiti: Od dionica koje dobivaju preporuku smanjiti se očekuje negativni ukupni povrat do -10% unutar 12 mjeseci nakon dana izdavanja preporuke.

Prodati: Od dionica koje dobivaju preporuku prodati se očekuje negativni ukupni povrat od preko -10% unutar 12 mjeseci nakon dana izdavanja preporuke.