



Študentská vedecká aktivita

Fundamentálna analýza a trhové ocenenie vybranej spoločnosti

Bc. Michal Mešťan

Bc. Matej Žofaj

Bc. Jakub Šiška

Bc. Martin Krok

Bc. Marek Gabáni

Sekcia: Financie, bankovníctvo a investovanie

Konzultant: doc. JUDr. Ing. Ján Šebo, PhD.

Banská Bystrica

2016

Obsah

ÚVOD.....	3
1. ANALÝZA SPOLOČNOSTI A ODVETVIA.....	4
1.1. Charakteristika Unipetrolu	4
1.2. Analýza odvetvia a konkurenčného prostredia	6
2. METODIKA PRÁCE A VALUÁCIA SPOLOČNOSTI	11
2.1. Finančná analýza	11
2.2. Investičné riziká	14
2.3. Valuácia trhovej hodnoty akcie.....	17
2.3.1. Valuácia metódou diskontovaných cash-flows.....	17
2.3.2. Valuácia metódou price multiples	22
ZÁVER	24
POUŽITÁ LITERATÚRA	25
PRÍLOHY	26

ÚVOD

Každý deň stojíme pred rozhodnutiami, ktoré ovplyvnia naše životy v budúcnosti. Pri rozhodnutiach týkajúcich sa našej budúcnosti z finančného hľadiska je dôležité, aby sme ich realizovali na základe veľmi kvalitných podkladov. Práve CFA Institute kladie vysoký dôraz na etiku pri poskytovaní a príprave podkladov týkajúcich sa investičných odporúčaní. V rámci svojej pôsobnosti organizuje celosvetovú súťaž CFA Research Challenge, v ktorej tímy študentov z rôznych univerzít realizujú analýzu vybranej spoločnosti za účelom realizovania finančného odporúčania s cieľom buď nakúpiť, predat' alebo držať akciu.

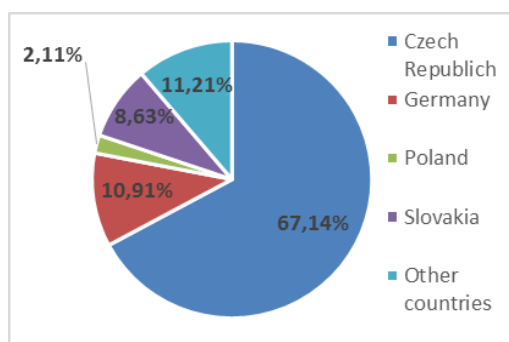
Naša práca bude vychádzať z odporúčaní CFA Institute ako má vyzerat' investičný report poskytnutý finančným špecialistom potenciálnemu investorovi. Práca predstavuje komplexný investičný report, spĺňajúci medzinárodné štandardy využívané vo veľkých investičných korporáciách, ktoré poskytujú klientom za účelom posúdenia potenciálu zhodnotenia finančných prostriedkov investovaním do akcií vybranej spoločnosti. V práci venujeme pozornosť analýze odvetvia, v ktorom firma pôsobí, makroekonomickej situácie a konkurencii. V druhej časti práce prostredníctvom finančnej analýzy prezentujeme súčasnú situáciu spoločnosti z ekonomického hľadiska a následne prostredníctvom modelov oceňovania akcií spoločností využívaných vo finančnej praxi pri realizácii hodnotového investovania. Cieľom práce je potenciálnemu investorovi poskytnúť komplexný pohľad na vybranú spoločnosť a prezentovať výsledky analýzy odhadovaného vývoja ceny akcie danej spoločnosti v budúcnosti.

1. ANALÝZA SPOLOČNOSTI A ODVETVIA

V prvej časti práce budeme venujeme pozornosť predstaveniu spoločnosti Unipetrol, jej podnikateľskému prostrediu, odvetviu, v ktorom pôsobí, konkurenčnému prostrediu a jej pozícii v ňom.

1.1. Charakteristika Unipetrolu

Unipetrol, a.s. je vedúcou rafinérskou a petrochemickou spoločnosťou v Českej republike a kľúčových hráčom v tomto odvetví v Centrálnej Európe (Graf 1). Takmer 68 % výnosov bolo generovaných na domácom trhu, 10,91 % v Nemecku a tretí najväčší podiel výnosov je generovaných na Slovensku.



Graf 1 Výnosy spoločnosti podľa regiónov (% z predajov v roku 2014)
Prameň: Vlastné spracovanie podľa prezentácie Unipetrolu, 2016

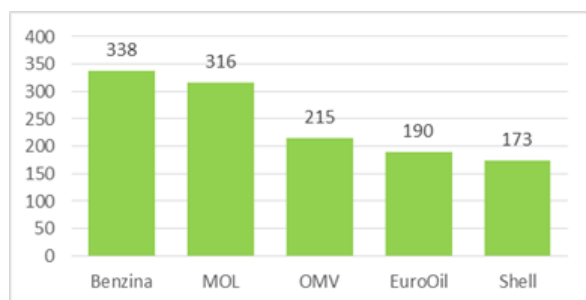
Unipetrol je súčasťou najväčšej rafinárskej a petrochemickej spoločnosti v strednej Európe PKN Orlen (Poľsko) od roku 2005. PKN Orlen vlastní 63 % akcií spoločnosti. Druhým najväčším akcionárom je J&T finančná skupina, ktorá vlastní 24 % akcií prostredníctvom mnohých dcérskych spoločností.

Zvyšných 13 % akcií spoločnosti drží veľký počet malých spoločností a akcionárov. Akcie Unipetrolu sú obchodované na Pražskej burze cenných papierov (Prague Stock Exchange – PSE) pod tickom

UNPE.PR s iba 13 % voľne obchodovateľných akcií (nízka likvidita). Podľa rebríčka 500 najväčších spoločností v Strednej Európe podľa Deloitte (2015), bol Unipetrol 23. najlepšou spoločnosťou (zlepšenie o 8 miest oproti predchádzajúcemu roku) v oblasti Strednej Európy a Ukrajiny podľa objemu tržieb z predaja medzi všetkými spoločnosťami v tomto regióne. Z pomedzi 141 spoločností pôsobiacich v tomto regióne v sektore Energii a nerastných surovín patrilo Unipetrolu 14 miesto. Celkové tržby Unipetrolu boli v roku 2014 na úrovni 124,2 miliardy CZK s počtom zamestnancov 4000 sa radí medzi najväčších zamestnávateľov v Českej republike.

História Unipetrolu sa datuje do roku 1995, kedy bola úspešne ukončená privatizácia Českého petrochemického priemyslu. V privatizácii získal Národný fond majetku 63 % akcií spoločnosti Unipetrol, ktoré, ako sme spomínali vyššie, v roku 2005 predal PKN Orlen.

Spoločnosť pozostáva z dvoch hlavných obchodných segmentov – downstream a retail. Celkovo by sme mohli Unipetrol rozdeliť do 5 špecializovaných skupín zaoberajúcich sa špecifickou oblasťou podnikania. V segmente Downstream sa nachádza 5 dcérskych spoločností: Čerská rafinárska, Unipetrol RPA, Paramo, Unipetrol Slovensko a Unipetrol Nemecko. Podrobnejšiu organizačnú štruktúru nájdete v prílohe 1. Česká rafinárska je 100 % dcérskym podnikom Unipetrolu s prevádzkami v Litvínove a v Kralupy nad Vltavou. V Litvínovskej prevádzke došlo v auguste 2015 k výbuchu a k pozastaveniu prevádzky, ktorá dosť výrazne ovplyvnila chod spoločnosti, spôsobila dosť výrazné škody, čo sa premietlo do trhového ocenenia akcií spoločnosti, vrátane finančných výsledkov spoločnosti za 3Q roku 2015. V tomto segmente sa kombinuje rafinársky a petrochemický priemysel. Unipetrol informoval 9. novembra 2015 o vytvorení novej dcérskej spoločnosti Unipetrol RPA Maďarsko, čo signalizuje záujem o rozšírenie výroby a rast spoločnosti do budúcnosti. Retailový segment reprezentuje spoločnosť Benzina, sieť 338 čerpacích staníc s trhovým podielom 15 % (najväčší hráč na tomto trhu v Českej republike – graf 2). Podotýkame, že koncom januára 2016 Unipetrol ohlásil prevzatie čerpacích staníc OMV, čo pomôže Benzine zvýšiť trhovú podiel na Českom trhu.



Graf 2 Počet vybraných čerpacích staníc v Českej republike v roku 2014

Prameň: Vlastné spracovanie, 2016

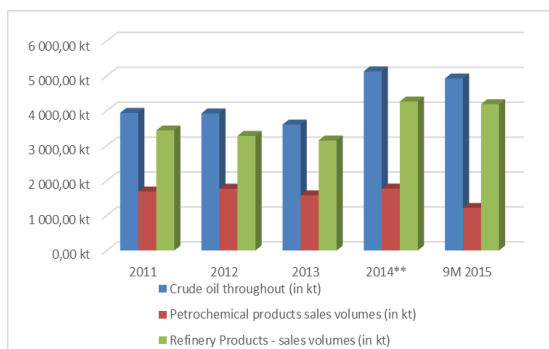
Pod tretie odvetvie logistiky zapadajú dve spoločnosti – Petrotrans, s.r.o. a Unipetrol doprava, s.r.o, ktoré poskytujú prevažne prepravnú a nákladnú dopravu. Ďalšia skupina podnikov v štruktúre Unipetrolu obsahuje

Výskumný ústav anorganické chémie, a.s. a Polymer Institute Brno, s.r.o, ktoré reprezentujú výskumné a vývojové centrá.

Štruktúra spoločnosti v súčasnosti prechádza zmenou, ktorá sa dotýka najmä opatrení smerujúcich k zlučovaniu niektorých firiem a k ich efektívnejšiemu fungovaniu doma i v zahraničí.

Unipetrol má široké portfólio vyrábaných produktov ako sú motorové palivá, oleje, bitumen alebo ostatné rafinárske produkty. Druhú skupinu produktov môžeme označiť ako petrochemické (ktorá sa delí na monomérové a agrochemické produkty -obsahujúce etylén, propylén, benzén, a pod., a druhú skupinu nazývame polymérové produkty, ktoré obsahujú polyetylén a polypropylén). V grafe 3 uvádzame vývoj agregovaného objemu predajov produktov v tis. ton (v angl. skratke kt) spoločností patriacich pod Unipetrol, konkrétne ropy,

rafinérskych a petrochemických produktov od roku 2011 do septembra 2015 (objem predajov v kt. nájdete v prílohe 2).



Graf 3 Agregovaný objem predajov produktov v skupine Unipetrol (v tis. ton)
Prameň: Vlastné spracovanie, 2016

V súčasnosti aktuálna stratégia Unipetrolu pre roky 2013 – 2017 je postavená na 4 pilieroch: Rafinéria (založená na prevádzkovej dokonalosti), Petrochémia (kľúčový tvorca zisku a posilujúci svoju trhovú pozíciu), Maloobchod (rast trhového podielu s využitím silnej trhovej

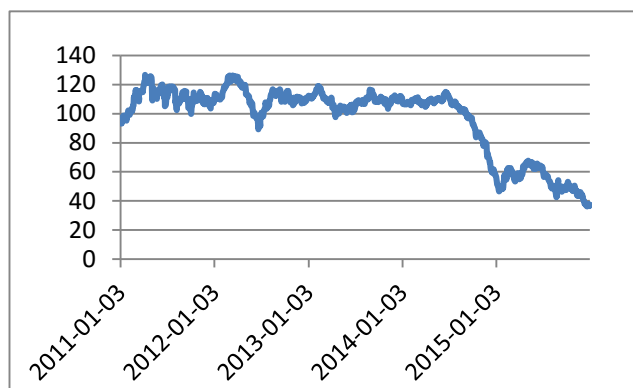
pozície) a Energo (zabezpečenie energetických potrieb pri optimalizovaných nákladoch). Unipetrol nasledujúce globálny trend v raste

dopytu po polyetyléne s vysokou hustotou (z angl. high-density polyethylene – HDPE) a v roku júny roku 2013 ohlásil najväčšiu investíciu v histórii českého ropného priemyslu nazvanú PE3 (nová polyetylénová jednotka). Jej výstavba je kľúčovým investičným projektom v rámci stratégie spoločnosti v horizonte 2013 – 2017. Celková suma kontraktu na realizáciu je 213 miliónov EUR (5,76 miliardy CZK. V budúcnosti by mala PE3 jednotka nahradiť PE1 jednotku a navýšiť ročnú produkciu zo 470 kt za rok zo súčasných 320 kt za rok.

1.2. Analýza odvetvia a konkurenčného prostredia

Jedným z najdôležitejších faktorov, ktoré vplývajú na vývoj všetkých odvetví priemyslu, je makroekonomická situácia. Posledné roky potvrdili pozitívny vývoj hrubého domáceho produktu (HDP), ktorý Česká republika zaznamenáva od pokrízového obdobia, t. j. od roku 2008. Rast českej ekonomiky je stabilnejší a rýchlejší v porovnaní s priemerom krajín EÚ. Hrubý domáci produkt Česka v druhom štvrtroku roku 2014 bol v porovnaní s EU18 dvojnásobný (+0,4 p. b. verzus +0,2 p. b.) a v ročnom porovnaní až trojnásobný (+2,4 p. b. verzus +0,8 p. b.). V roku 2015 v porovnaní s rovnakým obdobím roku 2014 rástol HDP Česka v prvom kvartáli o 4 %, v druhom kvartáli o 4,5 % a v treťom štvrtroku o rekordných 4,7 %. Posledný štvrtrok roku 2015 vykazuje mierne spomalenie v porovnaní s predchádzajúcimi štvrtrokmi, avšak v medziročnom porovnaní sa znova jedná o nárast, a to na úrovni 4 %.

Kľúčovými faktormi, ktoré spôsobili tento pozitívny vývoj, boli zvýšená spotreba domácností a nárast investičnej aktivity. Vyššia miera investícií sa sa odzrkadlila najmä vo výrobnom sektore, konkrétne v automobilovom priemysle.



Graf 4 Vývoj ceny ropy BRENT v období január 2011 až január 2016 (v USD)

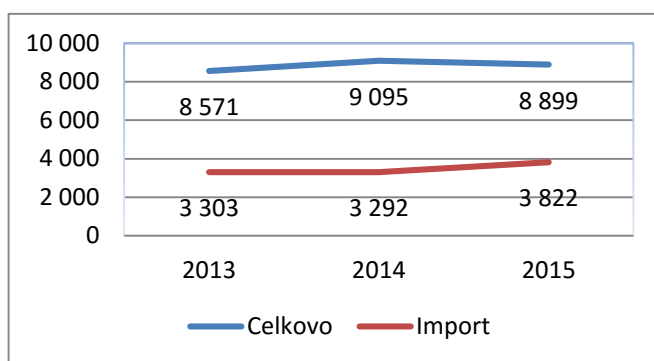
Prameň: Vlastné spracovanie podľa Finance.yahoo.com, 2016

Situácia na ropnom trhu je bezprostredne prepojená s vývojom ceny ropy. V období rokov 2011 až 2014 sa cena ropy Brent pohybovala zhruba v rozmedzí 100 až 120 dolárov. Tento trend bol narušený v lete 2014, kedy na trhu nastal výrazný cenový prepád. V júli 2014 bola

cena ropy Brent na úrovni 120 dolárov, avšak v januári 2015 cena poklesla viac ako o polovicu na 46 dolárov za barel.

Tento vývoj bol zapríčinený viacerými

faktormi. Za najdôležitejší faktor sa považuje skutočnosť, že ropa je obchodovaná v amerických dolároch. Keďže výmenný kurz dolára významne posilňoval, cena ropy začala klesať. Do vývoja cien ropy výrazne zasiahol aj nesúhlas členských krajín OPEC (ktoré pokrývajú 40 % produkcie a exportu ropy) o znížení objemu ťažby ropy za účelom redukcie ponuky a zastavenia cenového poklesu. Členské krajiny OPEC-u sa však rozhodli ponechať produkciu na úrovni 30 mil. barelov/deň. Dlhodobé faktory sú determinované nerovnováhou medzi ponukou a dopytom. Globálny nárast produkcie ropy prevyšoval mieru rastu dopytu. Vysoké ceny stimulovali producentov zvýšiť kapacity a ťažbu ropy. Produkcia v EÚ bola stabilná, avšak nové spôsoby ťažby (pomocou bridlíc) umožnili USA zvýšiť objem vytťaženej ropy. Slabší dopyt v EÚ nebol zapríčinený iba zníženou ekonomickou aktivitou, ale aj vývojom v automobilovom priemysle (pokles spotreby palív, sprísnenie energetických noriem palív a pod.). V období od januára 2015 do januára 2016 sa pokles ceny ropy spomalil, medziročne sa cena v tomto sledovanom období znížila zo 56 dolárov za barel na úroveň 30 dolárov za barel. Klesajúci trend bol spôsobený rôznymi faktormi, napr. nárastom ropných zásob v USA, uzatvorením dohody s Iránom o jadrovom programe, očakávaniami spomalenia čínskej ekonomiky atď. Najdôležitejšou udalosťou tohto obdobia však bolo znova neúspešné rokovanie členských krajín OPEC o znížení produkcie v decembri 2015.



Graf 5 Porovnanie celkovej spotreby a objemu dovezených ropných produktov (v tis. ton)
Prameň: Český statistický úřad, 2016

Vývoj spotreby ropných produktov v Českej republike v rokoch 2013 až 2015 vykazoval nerovnomerný priebeh. Kým v medzi rokmi 2014 a 2013 vzrástla spotreba ropných produktov o 6 % na 9095 tis. ton, v roku

2015 oproti roku 2014 bol zaznamenaný mierny pokles na úroveň 8899 tis. ton.

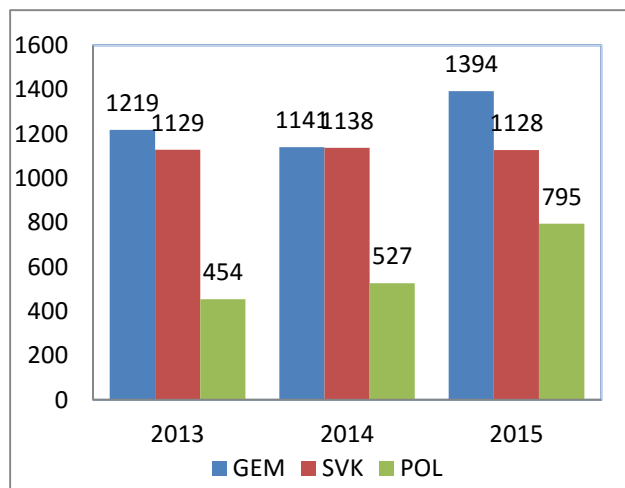
Dovoz ropných produktov sa vyvíjal

odlišne. Kým v roku 2014 oproti roku 2013 bol zaznamenaný úbytok importovaných ropných produktov na úroveň 3292 tis. ton, v roku 2015 vzrástla spotreba týchto produktov až o 16 % na úroveň 3822 tis. ton. Súčasne v tomto roku tvoril podiel dovezených ropných produktov na celkovej spotrebe ropných produktov takmer 43 %, čo bolo najviac za sledované obdobie (39 % v roku 2013 a 36 % v roku 2014).

Rafinérsky a petrochemický priemysel môžeme charakterizovať ako typický nedokonale konkurenčný trh. Táto skutočnosť sa prejavuje hlavne vo výrazných bariérach pre vstup do odvetvia a náročnosti kapitálového vybavenia. Dominantnými hráčmi na českom rafinérskom a petrochemickom trhu sú PKN Orlen a MOL group. Tieto spoločnosti sa zameriavajú na všetky segmenty tohto priemyslu, pričom ich dcérske spoločnosti Unipetrol, resp. Slovnaft sú prítomné v jednom, resp. dvoch hlavných segmentoch. Unipetrol bola pôvodne štátna spoločnosť, ktorá bola sprivatizovaná v roku 2005. Jej najväčším konkurentom v regióne je slovenská spoločnosť Slovnaft s 3 250 zamestnancami a tržbami v objeme zhruba 4 mld € za rok 2014.

Významná transakcia, ktorá zmenila dovtedajšie pomery na českom ropnom trhu, sa uskutočnila minulý rok. V priebehu roka 2015 Unipetrol odkúpil zvyšný podiel akcií (16 % od Shell a 32,5 % od ENI) a stal sa 100 % -ným akcionárom Českej rafinárskej a. s. Česká rafinárska vlastní jediné dve rafinérie v Českej republike, ktoré sa nachádzajú v Litvínove a Kralupoch. V minulosti sa tieto rafinérie zameriavali iba produkciu palív pre všetkých akcionárov, ale nákup ropy a predaj palív bol organizovaný každým akcionárom samostatne. Teraz však Unipetrol rozhoduje o celej produkcii v Českej rafinárskej, a. s. samostatne, čo mu umožňuje väčšie možnosti v oblasti oceňovania produktov, alebo rýchlosti reakcie na zmeny na trhu. Česká rafinárska, a. s. pokrýva približne 70 % českého trhu. Z tohto dôvodu Únia

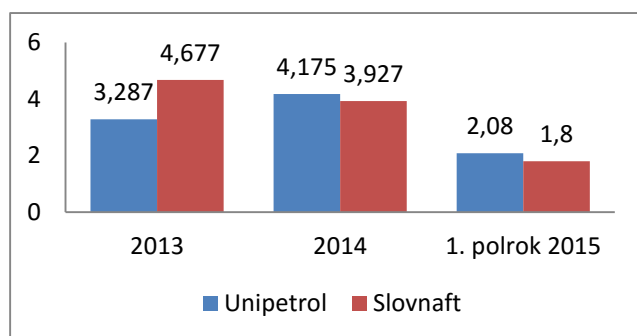
nezávislých petroolejárov podala podnet na Protimonopólny úrad Českej republiky. Unipetrol však argumentoval, že na trhu je stále veľké množstvo subjektov, ktoré zabezpečujú konkurenciu na trhu. Protimonopólny úrad rozhodol v prospech Unipetrolu a prevzatie Českej rafinárskej, a. s., potvrdil ako zákonné.



Graf 6 Importéri ropných produktov na český ropný trh (v tisíc. ton)

Prameň: Český štatistický úrad, 2016

spoločnosť AGIP a jej 125 čerpacích staníc od spoločnosti ENI. MOL teraz kontroluje 10 % maloobchodného trhového podielu s cieľom ďalšieho rastu. Dá sa očakávať, že MOL bude pokračovať v akvizíciách menších spoločností, alebo v zakladaní ďalších vlastných čerpacích staníc. Celkovo MOL kontroluje 4 rafinérie (Slovensko, 2 v Maďarsku a Chorvátsko) a prostredníctvom Slovnaftu distribuuje svoje produkty na český trh. Toto je dôvod, prečo je Slovensko druhým najväčším importérom ropných produktov po Nemecku.



Graf 7 Vývoj tržieb za sledované obdobie (v mld EUR)

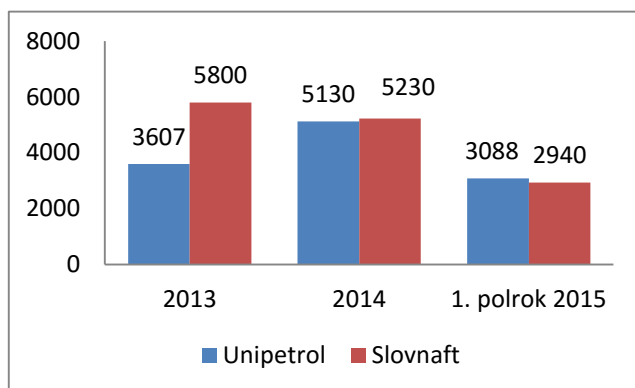
Prameň: Výročné správy spoločností, 2016

Slovnaft zaznamenal značný prepád tržieb v porovnaní rokov 2013 a 2014 až pribl. 740 mil. €

Ako bolo spomenuté v prvej časti tejto práce, v maloobchodnom trhu kontroluje Unipetrol prostredníctvom svojej dcérskej spoločnosti Benzina najväčšie množstvo čerpacích staníc a podiel na trhu. Líderská pozícia v týchto oblastiach poskytuje Unipetrolu najlepšiu pozíciu pre ďalšie úspešné pôsobenie na trhu. Unipetrol by si však mal byť vedomý možných nástrah, ktoré vyplývajú z aktivít uskutočňovaných jeho konkurentmi. MOL v rámci svojej nedávnej akvizície prevzal

Na základe dostupných údajov porovnáme vývoj tržieb spoločností Unipetrol a Slovnaft za roky 2013, 2014 a prvý polrok 2015. V roku 2013 bol rozdiel v dosiahnutých tržbách spoločností pomerne výrazný, Slovnaft vtedy dosiahol úroveň tržieb vyššiu až o 41 %. V nasledujúcom roku však Unipetrol dokázal výrazne navýšiť svoje tržby až na sumu 4,175 mld €, pričom

na úroveň 3,927 mld. Prvý polrok roku 2015 sa aj v tomto prípade vyvíja viac v prospech Unipetrolu, keďže už v tomto období zaznamenáva Unipetrol tržby vyššie ako Slovnaft, a to o viac ako 200 mil €.



Graf 8 Vývoj objemu spracovanej ropy za sledované obdobie (v tis. ton)
Prameň: Výročné správy spoločností, 2016

Ďalším analyzovaným aspektom je porovnanie objemu spracovanej ropy. V roku 2013 je situácia podobná, ako aj v prípade dosiahnutých tržieb. Slovnaft spracoval v tomto prípade 5800 tis. ton ropy, čo je o 60 % viac ako spracoval Unipetrol. V nasledujúcom roku 2014 sa situácia vyrovnala, Unipetrol výrazne zvýšil objem spracovanej ropy na 5 130 tis. ton, avšak aj v tomto roku zaostal za

Slovnaftom o 100 tis. ton. Za prvý polrok roku 2015 zaznamenal Unipetrol objem spracovanej ropy v hodnote 3088 tis. ton, zatiaľ čo Slovnaft spracoval 2940 tis. ton. Bude zaujímavé sledovať, či tento trend ostane zachovaný aj po zverejnení oficiálnych koncoročných výročných správ.

2. METODIKA PRÁCE A VALUÁCIA SPOLOČNOSTI

Druhá časť práce sa zaoberá finančnou analýzou vybranej spoločnosti a konkurencie a valuačným modelom oceňovania trhovej hodnoty akcie spoločnosti.

2.1. Finančná analýza

V tejto podkapitole práce sa zameriavame na výpočet finančných ukazovateľov, ktorých hodnoty ovplyvňujú rozhodovanie každého investora, alebo obchodníka na finančnom trhu. Pri stanovovaní hodnoty podniku je nutné sa pozrieť na finančné ukazovatele spoločnosti, ktoré nám môžu pomôcť pochopiť situáciu o spoločnosti. V našej práci uvádzame niektoré kľúčové finančné ukazovatele Unipetrolu za posledné dva roky a odhad budúcich hodnôt založených na tempe udržateľného rastu. Miera udržateľného rastu bola vypočítaná ako násobok ROE a Plowback ratio. Odhad budúcich hodnôt ROE pre najbližších 6 rokov bol založený na priemernej udržateľnej miere rastu od roku 2010 do roku 2014. Tiež berieme do úvahy očakávané budúce HDP a ceny ropy. Viac detailných informácií k finančnej analýze uvádzame v prílohe 4. Na úvod podkapitoly uvádzame tabuľku finančných ukazovateľov Unipetrolu s predpokladaným rastom na nasledujúce obdobie.

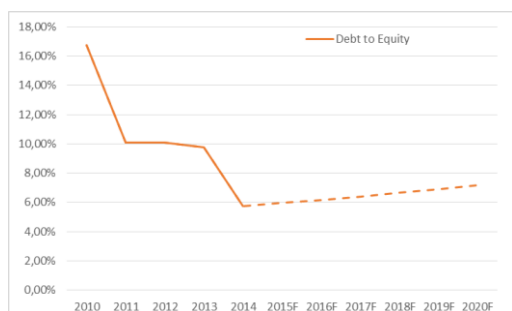
Tabuľka 1 Finančné ukazovatele spoločnosti Unipetrol

	Industry median	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Profitability									
EBITDA Margin	14,60%	7,60%	5,80%	6,02%	6,24%	6,48%	6,72%	6,97%	7,23%
Operating Margin	7,70%	-5,50%	2,00%	2,07%	2,15%	2,23%	2,32%	2,40%	2,49%
Net Margin	6,40%	-6,10%	1,10%	1,14%	1,18%	1,23%	1,27%	1,32%	1,37%
Return on Assets	N/A	-10,34%	1,52%	1,58%	1,64%	1,70%	1,77%	1,83%	1,90%
Return on Equity	10,00%	-16,50%	2,40%	2,49%	2,58%	2,68%	2,78%	2,88%	2,99%
Liquidity									
Current Ratio	1,69	1,25	1,37	1,42	1,47	1,53	1,59	1,65	1,71
Quick ratio	1,24	0,67	0,81	0,84	0,87	0,90	0,94	0,97	1,01
Cash Ratio	N/A	0,14	0,29	0,30	0,31	0,32	0,33	0,35	0,36
Activity									
Accounts Receivable Turnover	N/A	10,36	9,14	9,49	9,84	10,21	10,59	10,99	11,40
Total Asset Turnover	0,66	1,64	1,44	1,49	1,55	1,61	1,67	1,73	1,80
Fixed Asset Turnover	1,79	3,10	2,47	2,56	2,66	2,76	2,86	2,97	3,08
Financial Leverage									
Long-term Debt to Assets	N/A	3,51%	3,27%	3,40%	3,52%	3,66%	3,79%	3,94%	4,08%
Long-term Debt to Equity	N/A	6,10%	5,19%	5,38%	5,58%	5,79%	6,01%	6,24%	6,47%
Debt to Equity	N/A	9,76%	5,74%	5,95%	6,17%	6,41%	6,65%	6,90%	7,15%
Degree of Financial Leverage	N/A	0,97	1,00	1,04	1,08	1,12	1,16	1,20	1,25
Interest Coverage	N/A	-424,57	-7,46	-7,74	-8,03	-8,33	-8,64	-8,96	-9,30
Shareholder Ratio									
Earnings per share	N/A	-32,61	5,17	5,36	5,56	5,77	5,99	6,21	6,44
Dividend Payout Ratio	N/A	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividends	N/A	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividend yield	N/A	0	0	0	0	0	0	0	0
Sustainable Growth Rate (g)	N/A	-0,1650	0,0240	0,0249	0,0258	0,0268	0,0278	0,0288	0,0299
Plowback ratio	N/A	1	1	1	1	1	1	1	1
P/E ratio	N/A	-5,15	25,26	26,20	27,18	28,20	29,26	30,35	31,49
Price per share	N/A	168,00	130,50	135,39	140,46	145,72	151,18	156,84	162,71
Payout ratio	N/A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend per Share	N/A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
# Shares	N/A	181,33	181,33	181,33	181,33	181,33	181,33	181,33	181,33

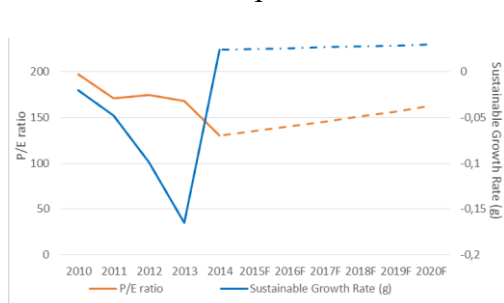
Prameň: Vlastné spracovanie na základe dát z Reuters, 2016

V tabuľke 1 uvádzame pre niektoré ukazovatele aj hodnoty priemyselného odvetvia v ktorom Unipetrol pôsobí. Takmer každý pomer ziskovosti je pod mediánovou hodnotou priemyslu. Marža EBITDA poklesla v priebehu posledných dvoch rokov a predpokladáme, že v nasledujúcich 6 rokoch bude jej hodnota stabilne rásť medzi 2,5 – 3 %. Hodnota ukazovateľa ROE medziročne vykazuje nárast no aj tak sa nachádza pod mediánovou hodnotou priemyslu. Ukazovatele likvidity vykazujú medziročný nárast a očakávame rastúci trend v nasledujúcich šiestich rokoch. Zadlženosť vlastného imania vykazuje pokles, čo sa

môže v budúcnosti zmeniť (vid' Graf 9). Porovnanie vývoja ukazovateľa ROA a ROE uvádzame na grafe 10.



Graf 9 Zadlženosť vlastného imania (minulosť a budúci odhad)
Prameň: Vlastné spracovanie, 2016



Graf 10 Historický a odhadovaný vývoj ukazovateľov ROE a ROA
Prameň: Vlastné spracovanie, 2016

Spoločnosť nevyplácala žiadne dividendy počas predchádzajúcich piatich rokov, takže nemôžeme kalkulovať ukazovatele na základe dividendového výnosu a nemôžeme použiť dividendový model pre stanovenie hodnoty ceny akcie. Prostredníctvom

ukazovateľov vidíme veľký nárast P/E ratio, ktoré môže byť stále vysoké v roku 2015. Nakoľko neboli zverejnené výročné správy spoločnosti. V odhadovanom budúcom období bude nárast stabilný, z dôvodu pomalého rastu cien ropy. Ak chceme analyzovať finančnú situáciu spoločnosti, potrebujeme sa pozrieť na ich konkurentov a porovnávať ich medzi sebou. Pre potreby porovnania Unipetrolu v konkurenčnom prostredí využívam skríningovú fundamentálnu investičnú stratégiu Piotroski.

Finančná analýza vybraných spoločností bola doplnená fundamentálnou investičnou stratégiou (FIS) PIOTROSKI, ktorá na základe finančných ukazovateľov a fundamentálnych pravidiel kalkulovaných z dostupných dát uvádzaných vo výročných správach vyberá akcie do portfólia. FIS hľadá „high book-to-market“ spoločnosti, ktoré sú fundamentálne silné, ale podhodnotené akciovým trhom. Jednotlivé ukazovatele sú rozdelené do oblastí stability, likvidity, aktivity a rentability (SLAR). Metodika kalkulácie jednotlivých ukazovateľov a taktiež ich význam uvádzame v prílohe 5. FIS sme „vpustili“ medzi najväčších európskych konkurentov (MOL, PGNiG, ČEZ, Lotos, KGHM, Slovnaft, OMV).

Vzhľadom na skutočnosť, že FIS sa rozhoduje v okamihu, kedy je stratégia spustená, hodnotí posledné dostupné dáta a nepozera sa na minulý vývoj vybranej spoločnosti. Z toho dôvodu stratégia neberie do úvahy dlhšie historické dáta, ktoré v minulosti spoločnosť dostali nepriaznivých podmienok. Preto je akceptovanie výsledkov stratégie použiteľné iba na krátkodobé zahrnutie danej akcie do portfólia, pokiaľ stratégia pri najbližšom prehodnotení zmení zloženie tohto portfólia. Unipetrol, a tak isto aj ostatné analyzované spoločnosti,

nesplnili všetky podmienky vyplývajúce z FIS. Unipetrol splnil osem z deviatich fundamentálnych pravidiel. V porovnaní s predchádzajúcim rokom Unipetrol zvýšil hrubú maržu o viac ako 10 %. Hodnota operatívneho cash flowu na akciu sledovaná počas za obdobie predchádzajúcich dvanásť mesiacov sa zvýšila o viac ako dvojnásobok pomeru EPS

	UNIPETROL
EPSExclXorTTM	1,40 €
\$BusIncTTM_0	2 867 325 413,57 €
GMgn%TTM	11,32%
OCFPSTTM	3,37 €
DbtTot2AstQ	0,00%
CurRatioQ	1,64

Tabuľka 2 Výsledky FIS

PIOTROSKI pre Unipetrol

Prameň: Vlastné spracovanie, 2016

za obdobie predchádzajúcich dvanástich mesiacov. Dlhodobá zadlženosť k celkovým aktívam klesla v treťom kvartáli (Q3 2015) o viac ako 7,55 percentuálnych bodov na hranicu 0,00 %. Zvyšovanie čistého zisku po zdanení v treťom štvrtroku 2015 sa dostal do kladných čísel, čo výrazne zvýšilo ROA o viac ako 30,7 percentuálnych bodov. ROA dosahovalo v Q3 2015 úroveň 23,45 %, čo je možné vidieť spolu s výsledkami ostatných ukazovateľov v tabuľke XY.

Posledným fundamentálnym pravidlom bolo, že Unipetrol neemitoval žiadne nové akcie. Dôvodom, prečo akcie Unipetrolu neboli vybrané do investičného portfólia bolo, že spoločnosť nezvýšila obrat aktív sledovaný počas predchádzajúcich dvanástich mesiacov v porovnaní s obratom aktív sledovaných počas dvanástich mesiacov rok spätne.

2.2. Investičné riziká

Ceny ropy (MR1) - Unipetrolu sa momentálne relatívne dobre darí, pretože funguje na kvázi plnú kapacitu a benefituje z neočakávane vysokých marží. Avšak akýkoľvek sezónny, alebo fundamentálny zvrät, predstavuje veľké riziko poklesu zisku. Sme presvedčení, že nízke ceny ropy sú kľúčové, aby Unipetrol a podobné európske rafinérie dosahovali ziskovosť. Stabilizácia cien ropy Brent sa očakáva približne pod hranicou 50 dolárov za barel s miernym zvýšením v nasledujúcich rokoch.

Nepriaznivé trhové podmienky (MR2) - Neočakávaný pokles rastu HDP a zvýšenie miery nezamestnanosti by znamenalo zníženie celkového dopytu po motorových palivách a petrochemických produktoch. Podľa ČNB sa očakáva spomalenie rastu HDP z tohtoročných 4,6%. Rast HDP by si však mal zachovať primeranú dynamiku nad 2% v období rokov 2016-2020.

Rafinárskej a petrochemickej marže (MR3) - Unipetrol je významne ovplyvnený rafinárskymi a petrochemickými maržami, ktoré boli výnimočne silné vďaka nízkym cenám vstupov. Momentálne ceny výrobkov kopírujú vývoj cien ropy a marže sa pomaly znižujú.

Relatívne vysoké zisky európskych rafinérií sú očakávané najmä kvôli rozsiahlej údržbe zariadení, silnom dopyte po palive a nízkym cenám ropy.

Fluktuácia výmenných kurzov (MR4) - Unipetrol je vystavený riziku výmenného kurzu pretože realizuje svoje príjmy v EUR a CZK, a náklady mu vznikajú v USD a CZK. Spoločnosť využíva prirodzené zabezpečenie pomocou derivátových finančných nástrojov na zabezpečenie rizík (tržby petrochémie v EUR, maloobchodné tržby a fixné náklady v CZK, ceny ropy v USD). Očakávame postupné upustenie od intervenčného režimu ČNB, čo povedie k posilneniu kuru CZK voči euru a doláru, pričom prvá má negatívny vplyv a druhá pozitívny.

ČNB a Euro (MR5) - Cieľom Českej národnej banky (ČNB) ktorá od roku 2013 zasahuje na devízovom trhu je predísť situácii, kedy by kurz prekročil limit 27 CZK voči euru. V septembri 2015 Národná banka zopakovala, že s týmito intervenciami neskončí skôr ako v druhej polovici roka 2016. Napriek politickému tlaku proti politike ČNB na ukočenie intervenčného režimu, guvernér stojí pevne za svojím rozhodnutím. Po ukončení intervenčného režimu sa očakáva posilňovanie českej koruny voči euru do konca roka 2016. V prípade, že by Česká republika prijala euro v priebehu 5 rokov, menové riziko by sa podstatne znížilo. Avšak prijatie je veľmi nepravdepodobné až do roku 2020.

Konkurencieschopnosť (MR6) - Nové moderné rafinérie v USA a na Strednom Východe zvýšili svoju konkurencieschopnosť vo vzťahu k európskym rafinériám. Tento stav je podporovaný nízkymi cenami vstupných surovín, nízkymi prevádzkovými nákladmi a lacnejším rafinérskym palivom (zemný plyn).

Vypnutie Etylénovej jednotky (OR1) - Výbuch a požiar na etylénovej jednotke, ktorý poškodil tri až štyri z 10 pecí, viedol k úplnému odstaveniu jednotky, rovnako ako všetkých petrochemických jednotiek (výroba v niektorých polymérnych zariadeniach bola obnovená na zakúpený etylén, ale ich prínos je malý). Všetka materiálna škoda by mala byť plne hrazená z poistenia a pokrytie ušlého zisku v 4Q2015 a 6M2016 sa očakáva od vedenia. Potenciálnou hrozbou je omeškania opravy zariadenia.

Štrajk odborov (OR 2) - V decembri 2015, sa odborému zväzu úspešne podarilo vyjednať jednorazový bonus, ako aj vyššie platy pre všetkých zamestnancov skupiny Unipetrol. Avšak, odbory môžu požadovať ďalšie priaznivé podmienky a potenciálny rast miezd by mohlo byť ohrozený kvôli odstávke etylénovej.

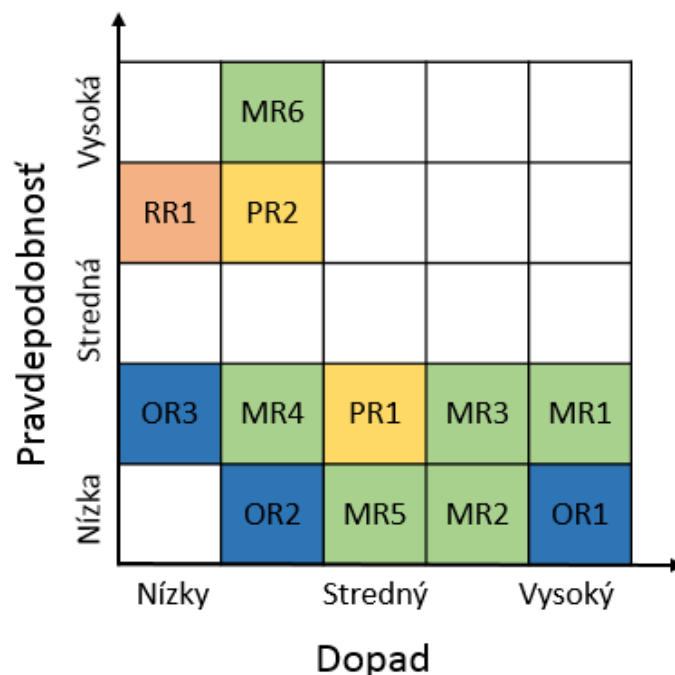
Nové dodávateľské zmluvy (OR3) - Úspech pri rokovaní s významnými obchodnými partnermi by mohlo viesť k zvýšeniu príjmov v našej analýze. Unipetrol aj štátna firma

MERO neboli schopní podpísať zmluvu o dodávkach dlhodobo od roku 2013 kvôli nezhodám v cenách a poplatkoch.

Rusko Ukrajinský konflikt (PR1) - Viac ako polovica dodávok ropy Unipetrolu pochádza z Ruska. Vzhľadom k investíciám Ruska v budovaní alternatívnych zásobovacích trás, ruský prívod nemusí byť tak hladký ako v minulosti, alebo môže byť drahší, čo by znižovalo marže Unipetrolu. Politické napätie medzi Ruskom a Ukrajinou predstavuje tiež vysokú mieru rizika na dodávkach ropy. V rámci skupiny PKN používa iba Kralupská rafinéria palivo s nízkym obsahom síry, ktoré nepochádza z Ruska.

Poľské voľby (PR2) - V októbri minulého roka Poľská opozičná strana PiS vyhrala parlamentné voľby. Remigiusz Nowakowski bol v novembri menovaný ako člen dozornej rady PKN a nahradil tak Maciej Bałtowski. Rozsah akýchkoľvek ďalších zmien je ťažké predvídať, avšak je pravdepodobné, že tieto zmeny budú prijaté trhom negatívne, pretože súčasný manažment má relatívne dobrú povesť, aj napriek niektorým svojim kontroverzným prioritám (tj. výdavky na diskutabilné non-core projekty namiesto distribúcie prebytočnej hotovosti). Nový manažment nemusí byť nutne lepší alebo horší, ale naznačuje určitú neistotu v blízkej budúcnosti.

Zmeny právneho prostredia (RR1) - Nový POZE zákon o obnoviteľných zdrojoch energie, podľa ktorého poplatok nebude založený na spotrebe, ale na kapacite nadobudne platnosť od 1/1/2016. Unipetrol očakáva, že ušetrí približne 300m CZK ročne od roku 2016. Navrhované predpisy zahŕňajú novelu zákona o spotrebnej dani, ktorá navrhuje veľmi mierne zníženie daňových úľav pre vysoko koncentrované biopalivá a novela zákona o ochrane ovzdušia, ktorá obsahuje termín na plnenie a kontrolu bio cla každý štvrtý rok. Ďalšie nedávne zákony EÚ o životnom prostredí (napr. Pre biopalivá a bio-prísady, alebo pre CO2 aj ostatné emisie budú mať negatívny vplyv na ziskovosť Unipetrolu.



Graf 11 Matica investičného rizika

Prameň: Vlastné spracovanie, 2016

Ďalšou časťou analýzy investičného rizika je Porterova analýza piatich síl, ktorá je pripojená v prílohách aj s priloženým grafom

2.3. Valuácia trhovej hodnoty akcie

Základom našich výpočtov pri ocenení trhovej hodnoty akcie bola metóda diskontovaných cash-flows, prostredníctvom ktorej sme určili očakávanú cenu akcie Unipetrolu v horizonte 12 mesiacov. Aby sme mohli posúdiť, či boli výsledky našich výpočtov pomocou tejto metódy relevantné, valuáciu trhovej hodnoty akcie sme vykonali aj metódou peer-analysis. Pri výbere metódy ocenenia sme museli zohľadniť aj fakt, že spoločnosť nevypláca dividendy a z tohto dôvodu nebolo možné použiť metódu diskontovaných dividend. V nasledujúcej časti budeme vychádzať z modelov, ktorých základy boli položené v diele Dooda a Grahama (2008) s názvom Security Analysis.

2.3.1. Valuácia metódou diskontovaných cash-flows

Hlavnou metódou na výpočet očakávanej ceny akcie bola metóda diskontovaných peňažných tokov, ktorú sme použili na výpočet vnútornej hodnoty akcie Unipetrolu. Túto metódu vo využívali vo svojich prácach aj Damodaran (2002), Valentine (2011) či Stowe et

al. (2007). Táto valuačná metóda považuje za vnútornú hodnotu akcie jej súčasnú hodnotu očakávaných budúcich cash-flows.

Tabuľka 3 Výstup DCF valuácie

DCF valuácia	
Hodnota spoločnosti [mil.CZK]	32517,95
Počet emitovaných akcií [mil. ks]	181,33
Momentálna cena akcie	178
Price target	249,48
% zmena	40,2%

Prameň: Vlastné výpočty, 2016

V prípade tejto metódy prichádzalo do úvahy použitie dvoch druhov peňažných tokov – Free Cash Flow to Firm (FCFF) alebo Free Cash Flow to Equity (FCFE). Z nášho pohľadu bolo v tomto prípade vhodnejšie použiť prvý zo spomínaných, teda Free Cash Flow to Firm. Samotné ocenenie akcie bolo založené na predpovedi budúcich FCFF, ktoré spoločnosť vyprodukuje v strednodobom horizonte 5 rokov. Hodnota budúcich FCFF je závislá na cenách ropy, ktorú v tomto odvetví považujeme za najdôležitejší faktor rozhodujúci o miere ziskovosti a keďže posledné dva roky sme svedkami veľmi prudkého prepadu cien ropy, naše očakávania vývoja FCFF sú týmto vývojom značne ovplyvnené. Pri výpočte FCFF sme najskôr potrebovali získať hodnotu voľného cash-flow – na tento účel nám postačovala aproximácia voľného cash-flow, ktorú sme získali po odpočítaní kapitálových výdavkov od prevádzkového cash-flow. Presná metodika výpočtu FCFF je uvedená v nasledovnej rovnici a vychádza z metodiky uvedenej monografii Equity Asset Valuation:

$$FCFF = \text{prevádzkový cash flow} - \text{kapitálové výdavky} + \text{úrokové náklady} * (1 - \text{sadzba dane z príjmov fyzických osôb}) \quad (1)$$

Výsledkom našich výpočtov za pomoci tejto metódy bola očakávaná cena akcie 249,48 CZK.

Model diskontovaných peňažných tokov je založený na historickej výkonnosti spoločnosti, jej konkurenčnom postavení a celkových vyhliadkach celého odvetvia do budúcnosti. Ako bolo spomenuté vyššie, rozhodujúcim faktorom zohľadneným pri výpočtoch boli ceny ropy a tiež makroekonomické predpovede. Ostatné komponenty modelu sú bližšie popísané ďalej.

Vážený priemer nákladov na kapitál (WACC)

Na výpočet WACC sme v našej práci postupovali podľa metodiky, ktorá je uvedená v knihe Equity Asset Valuation. V prvom kroku sme museli kvantifikovať trhové hodnoty dlhu a vlastného imania.

Tabuľka 4 Trhové hodnoty vlastného imania a dlhu

Trhové hodnoty vlastného imania a dlhu	
Počet emitovaných akcií [mil. ks]	181,33
Aktuálna trhovú cenu akcie	178,00
Účtovná hodnota krátkodobých záväzkov [mil.CZK]	350,00
Účtovná hodnota dlhodobých záväzkov [mil.CZK]	4000,00
Úrokové náklady [mil.CZK]	32,00
Priemerná splatnosť záväzkov	2,84
Daňová sadzba [%]	19%
Náklady dlhu (po zdanení)	2,58%
Trhová hodnota vlastného imania [mil.CZK]	32277,59
Trhová hodnota dlhu [mil.CZK]	0,00

Prameň: Vlastné výpočty, 2016

Trhová hodnota vlastného imania je vlastne trhovú kapitalizácia spoločnosti, ktorú vypočítame vynásobením aktuálnej trhovej ceny akcie počtom emitovaných akcií. Pri výpočte trhovej hodnoty dlhu sme použili zjednodušený prístup, ktorý vo svojej knihe uvádza profesor A. Damodaran. Tento prístup sa pozerá na celkový dlh v bilancii spoločnosti ako na jeden dlhopis s kupónom, ktorého splatnosť je vypočítaná ako vážený priemer splatností jednotlivých položiek dlhu, pričom ako váhy slúžia nominálne hodnoty týchto položiek. Kupón dlhopisu je potom v tomto prípade ocenený ako súčasný náklad na dlh spoločnosti. Náklady na dlh po zdanení spoločnosť Unipetrol uvádza vo svojej výročnej správe za rok 2014. Avšak Unipetrol počas vypracovania našej práce zverejnil finančné výkazy za posledný kvartál roku 2015, v ktorých sa uvádza, že pôžička od PKN Orlen už bola splatená. Z toho dôvodu sme sa rozhodli preceniť trhovú hodnotu dlhu a použiť aktuálnu hodnotu, ktorá je v súčasnosti približne nulová. Na základe medzivýpočtov sme potom WACC vypočítali nasledovne:

$$WACC = \frac{MV(dlh)}{MV(dlhu) + MV(vlastné imanie)} * r_d * (1 - Tax\ rate) + \frac{MV(vlastné imanie)}{MV(dlh) + MV(vlastné imanie)} * r \quad (2)$$

Keďže trhovú hodnota dlhu je nulová, rovnica na výpočet WACC sa zjednodušila, pretože prakticky sa tak WACC rovná nákladom na vlastný kapitál.

Tabuľka 5 Výpočet WACC

WACC	
Trhová hodnota vlastného imania [mil.CZK]	32277,59

Trhová hodnota dlhu [mil.CZK]	0,00
Náklady vlastného kapitálu [%]	6,04%
Náklady dlhu [%]	3,19%
Daňová sadzba [%]	19,00%
WACC	6,04%

Prameň: Vlastné výpočty, 2016

Model oceňovania kapitálových aktív (CAPM)

Aby sme teda mohli vypočítať WACC, potrebovali sme vypočítať náklady vlastného imania. Na výpočet sme použili model CAPM, ktorý môžeme vo všeobecnom tvare zapísať nasledovne:

$$E(R_i) = R_F + \beta_i[E(R_M) - R_F] \quad (3)$$

Veličina $E(R_i)$ predstavuje hľadanú hodnotu nákladov na vlastné imanie, ktorá prakticky predstavuje očakávané zhodnotenie vložených prostriedkov pre investorov, R_F označuje bezrizikovú úrokovú mieru. β reprezentuje veličinu, ktorá meria systematické riziko daného aktíva a v podstate vyjadruje citlivosť tohto aktíva na zmenu výnosovej miery trhového portfólia.

Tabuľka 6 Náklady vlastného kapitálu

CAPM	
Bezriziková úroková miera [%]	0,45
Beta faktor	0,82
Riziková prémie ČR [%]	1,05
Riziková prémie trhu [%]	6,8
Náklady vlastného kapitálu [%]	6,04%

Prameň: Vlastné výpočty, 2016

Faktor beta ako jeden z inputov modelu CAPM sme vypočítali pomocou lineárnej regresie, kde sme si za regresor zvolili výnosy akciového trhového indexu PX Pražskej burzy cenných papierov. Vysvetľovanú premennú predstavovali výnosy akcií spoločnosti Unipetrol, pričom na výpočet sme použili historické denné dáta z obdobia posledných 10 rokov.

Ďalším inputom modelu CAPM je bezriziková úroková miera. Pri určení hodnoty tohto inputu sme robili viacero prepočtov, pretože pri aktuálnej situácii na finančných trhoch sú výnosy štátnych dlhopisov, ktoré sa často považujú za aproximáciu bezrizikovej úrokovej miery, veľmi nízke. Niektoré úrokové miery štátnych dlhopisov sa dokonca pohybujú v zápornom pásme, a nízke bezrizikové úrokové miery významne znižujú náklady vlastného kapitálu, čo následne ovplyvnilo aj ďalšie výpočty. Pre účely našej práce sme sa nakoniec rozhodli použiť úrokovú mieru 10-ročného štátneho dlhopisu Českej republiky, ktorá sa

aktuálne nachádza na úrovni 0,454%. Po použití tejto úrokovej miery dosiahla výsledná hodnota nákladov na vlastné imanie úroveň 6,04%, čo síce za relatívne nízku hodnotu.

Čo sa týka ďalších dvoch inputov modelu CAPM, hodnoty sme čerpali zo stránok profesora A. Damodarana, ktorý je uznávaným odborníkom v odbore oceňovania.

Kľúčové faktory

Naša 5-ročná projekcia peňažných tokov vychádza z predpokladu zvyšujúcich sa výnosov spoločnosti. Tie sú ovplyvňované najmä cenou ropy, ktorá sa za posledné dva roky výrazne prepadla. Za ďalší významný faktor ovplyvňujúci našu projekciu považujeme makroekonomické podmienky.

Aktuálne sa cena ropy nachádza približne na úrovni 40 USD za barel pričom ešte v júni 2014 sa barel ropy predával na trhu za 115 USD. Od tohto bodu však cena ropy začala prudko klesať a v januári 2016 sa prepadla až na úroveň 28 USD za barel. Nízke ceny ropy automaticky ovplyvňujú výnosy spoločnosti pretože sa znižujú výrobné náklady a zvyšuje sa zisková marža. Taktiež rastie operačný cash-flow, ktorý je základom našich výpočtov. Pri našich výpočtoch sme tiež vychádzali z analýz a predpovedí rôznych analytikov, ktorí prognózujú, že cena ropy sa v najbližších dvoch rokoch bude držať približne na súčasných hodnotách a následne môže vzrásť, avšak ceny by sa mali pohybovať v rozmedzí od 40 – 60 USD za barel. Výrazné zvýšenie ceny a návrat na predchádzajúce hodnoty teda nemožno očakávať v horizonte najbližších 5 rokov.

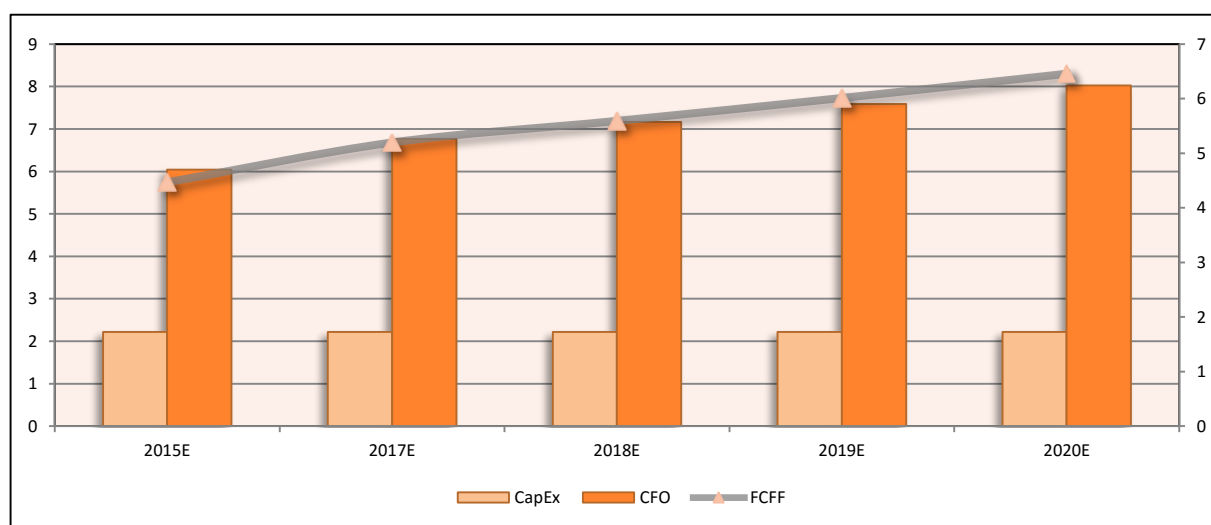
Druhý významný faktor, ktorý ovplyvňuje naše výpočty je vývoj makroekonomického prostredia, konkrétnejšie vývoj hrubého domáceho produktu Českej republiky. Podľa prognóz analytikov sa očakáva mierny rast HDP, ktorý by pozitívne ovplyvnil domáci dopyt po motorových palivách. Taktiež sa predpokladá že súčasný previs ponuky ropy nad dopytom udrží ceny ropy na nízkych úrovniach, avšak postupne by sa táto nerovnováha mala začať vyrovnávať.

Podľa našich očakávaní teda tieto faktory prispievajú ku výraznému zvýšeniu výnosov spoločnosti.

Kapitálové výdavky (Capital Expenditures)

Pri výpočte voľného cash flowu je jedna z najvýznamnejších položiek položka kapitálových výdavkov. Naše odhady vývoja tejto súvahovej položky sú založené najmä na historických dátach, upravených o ohlásených plánoch spoločnosti a ich ohlásených investíciách do budúcnosti. V našich výpočtoch sme predpokladali konštantné kapitálové výdavky na úrovni 5 miliárd CZK. Výšku týchto výdavkov významne ovplyvní veľká investícia, ktorú Unipetrol ohlásil v roku 2015. Pôjde o investíciu do polyetylénovej jednotky

PE3, ktorá bude produkovať vysoko hustý polyetylén, ktorý momentálne produkujú dve jednotky v prevádzke. Táto jednotka však má byť jednou z technologicky najvyspelejších zariadení tohto typu v Európe. Investícia do tohto projektu je zapracovaná v rámci strategického plánu spoločnosti na roky 2013 – 2017. Hlavným zámerom tohto plánu je urobiť z petrochemickej výroby spoločnosti najziskovejší segment v strednodobom horizonte, čo chce vedenie dosiahnuť práve investíciou do spomínanej petrochemickej jednotky. Celkový predpokladaný objem kapitálových výdavkov na túto investíciu by sa mal pohybovať na úrovni 8,5 milióna CZK, teda ide o najväčšiu investíciu v histórii českého petrochemického priemyslu.



Graf 12 Kapitálové výdavky, operačný CF a FCFF

Prameň: Vlastné spracovanie.

Miera rastu

Na základe spomínaných faktorov sme pri výpočte vnútornej hodnoty akcie kalkulovali s mierou rastu na úrovni 1,5%. Tento odhad je založený na predikcii rastu HDP, upravený o ziskovú maržu a očakávaný nárast dopytu po motorových palivách.

2.3.2. Valuácia metódou price multiples

Spoločnosť Unipetrol so svojim trhovým podielom považujeme za monopol na českom trhu. Z tohto dôvodu je veľmi obtiažne identifikovať vhodných konkurentov, s ktorými by bolo možné spoločnosť porovnať. Touto metódou sa zaoberal Koller, Goedhart a Wessels (2015) či Chincarini a Kim (2006). Na to, aby sme vybrali porovnateľné spoločnosti sme sa museli pozrieť na celý CEE región, teda región strednej a východnej európy. Podľa nášho názoru možno za najväčšieho konkurenta spoločnosti Unipetrol v rafinérskom segmente považovať Slovnaft (1SLN01AE.BV:BSE), akcie ktorého sú

kótované na Bratislavskej burze cenných papierov. Spoločnosť Slovnaft je takisto spracováva ropu a pôsobí v petrochemickom priemysle. Unipetrol aj Slovnaft ročne spracujú približne 5,2 miliónov ton ropy.

Za najväčšieho konkurenta Unipetrolu v segmente retailu z hľadiska počtu čerpacích staníc považujeme skupinu MOL, ktorá zahŕňa spoločnosti LUKOIL, PAPOIL, AGIP a Slovnaft a tiež spoločnosti OMV a Shell. V nasledujúcej tabuľke sú uvedené hodnoty price multiples pre jednotlivé spoločnosti a tiež tzv. peer medián, teda stredá hodnota odvetvia v sektore spracovania a distribúcie ropy a zemného plynu a energetického sektoru.

Tabuľka 7 Price multiples

Spoločnosť	EV/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/CF	P/B
Unipetrol	0,2	2,5	7,5	6,7	0,8
Peer Median	0,7	4,2	9,5	3,9	0,9
Slovnaft	0,3	4,1	10,3	3	0,8
Oil&Gas	0,6	3,3	2,7	2,9	0,7
Energy	0,6	2,9	15,3	2,5	0,6

Prameň: Thomson Reuters, 2016

Z Tabuľky 1 je možno vidieť, že spoločnosť Unipetrol dosahuje relatívne nižšiu hodnotu ukazovateľa P/E ratio v porovnaní so spoločnosťou Slovnaft. Nižšia relatívna hodnota tohto indikátora môže naznačovať, že cena akcie Unipetrolu môže v budúcnosti rásť. Rovnaký výsledok porovnania získame aj pri pohľade na hodnoty indikátora P/E ratio ostatných spoločností a tiež mediánu odvetvia. P/E ratio spoločnosti Unipetrol je teda v porovnaní s ostatnými spoločnosťami a aj s odvetvím relatívne nižšie.

Pri valuáciách spoločností patrí medzi jeden z najpoužívanějších price multiple indikátor EV/EBITDA (EV – enterprise value), ktorý je na porovnávanie jednotlivých spoločností o niečo vhodnejší a to z dôvodu možných rozdielov vo finančnej páke. Tento indikátor je vhodnejší aj v našom prípade pri porovnaní spoločností Unipetrol a Slovnaft vzhľadom na ich výrazne odlišnú kapitálovú štruktúru. Tento indikátor takisto stiera rozdiely medzi spoločnosťami v súvislosti ich nastavenia odpisovej politiky. Pri pohľade na Tabuľku 1 môžeme konštatovať, že akcia Unipetrolu sa v porovnaní s jej konkurentmi predáva za nižšiu cenu a to isté platí aj pri porovnaní s mediánom odvetvia.

Náš záver z porovnania price multiples je nasledovný: 4 z 5 ukazovateľov indikuje, že akcia spoločnosti Unipetrol je relatívne podhodnotená, čo podporuje naše investičné odporúčanie na NÁKUP akcií Unipetrolu do portfólia.

ZÁVER

Práca je vypracovaná podľa predlohy štandardizovaných finančných reportov využívaných v praxi. V práci sme čitateľom poskytli podrobnú fundamentálnu analýzu spoločnosti Unipetrol, ktorá je jednou z najväčších petrochemických spoločností v strednej Európe s monopolným postavením na tomto trhu v Českej republike. Spoločnosť má akcie kótované na Pražskej burze cenných papierov s dostupným objemom 13 % akcií na obchodovanie. Rok 2015 bol z hospodárskeho hľadiska veľmi úspešný pre spoločnosť, nakoľko nízke ceny ropy a pokračujúci pozitívny makroekonomický vývoj v Českej republike napomohol i napriek nehode z konca augusta 2015 k veľmi uspokojivým hospodárskym výsledkom.

Výsledkom fundamentálnej analýzy a ocenenia akcií spoločnosti Unipetrol je odhad jej ceny na úroveň 249,48 CZK v horizonte jedného roka (predpokladaný nárast oproti súčasnej cene 178 CZK za akciu o 40 %), a teda investorom by sme odporúčali nakúpiť do portfólia práve akcie tejto spoločnosti. Toto odporúčanie je podporené aj analýzou medzi konkurenčnými spoločnosťami. Ak by sa investor mal rozhodnúť nakúpiť akcie spoločnosti reprezentujúcej toto odvetvie z regiónu strednej a východnej Európy, bola by najvhodnejšou spoločnosťou práve Unipetrol. Podporu výsledkom fundamentálnej analýzy nájdeme aj vo výsledkom uskutočnenej technickej analýzy, v ktorej aj Parabolic SAR aj kríženie EWMA 50 a EWMA 200 podporuje rastový trend v cene akcie.

POUŽITÁ LITERATÚRA

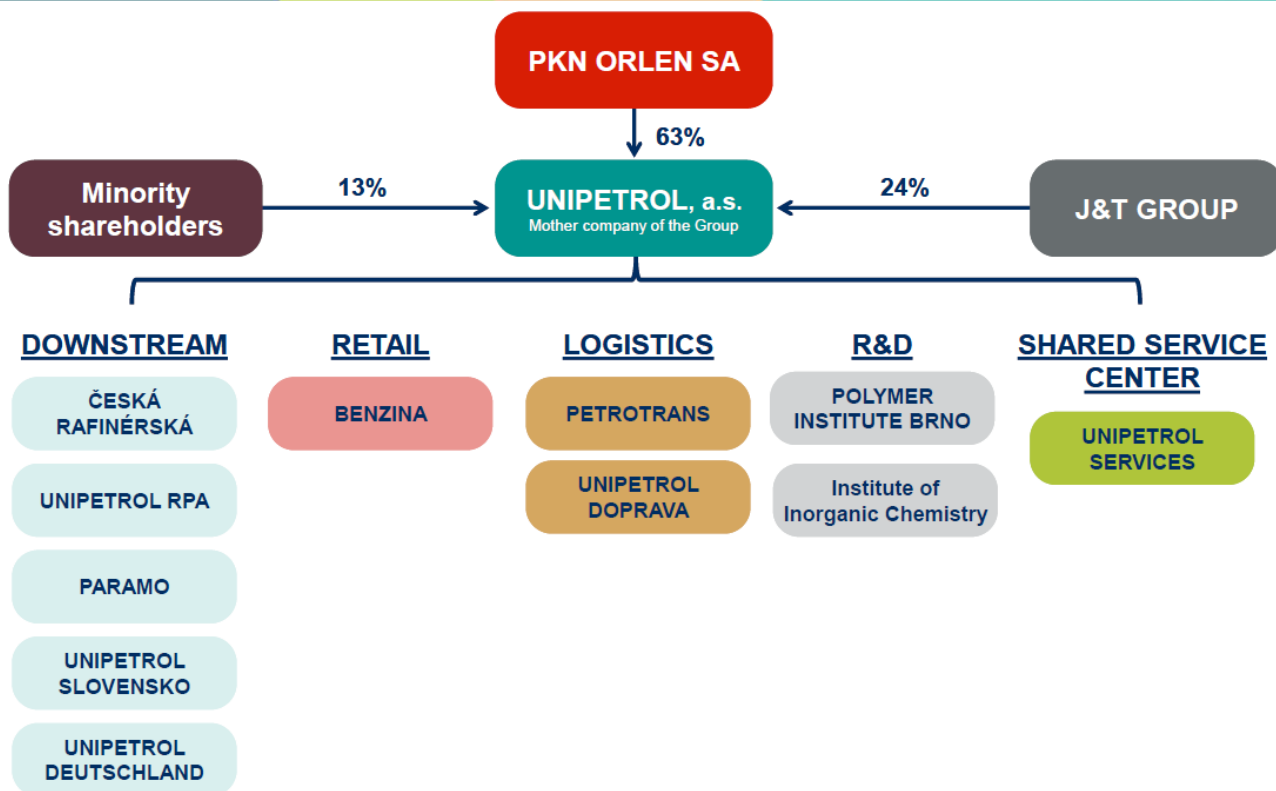
1. CHINCARINI, L.B., KIM, D. 2006. *Quantitative Equity Portfolio Management: An Active Approach to Portfolio Construction and Management*. 2006. The McGraw-Hill Companies, Inc. ISBN 0-07-145940-5
2. DAMODARAN, A. 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2002. New York: John Wiley & Sons, Inc. ISBN 0-471-41490-5.
3. DODD, D.L., GRAHAM, B. 2008. *Security Analysis. Sixth Edition*. 2008. The McGraw-Hill Companies, Inc. ISBN 0-07-164293-5
4. EVENSKY, H. – HORAN, M. S. – ROBINSON, R. T. 2011. *The New Wealth Management*. 2011. John Wiley & Sons, Inc. ISBN 978-0-470-62400-5
5. KOLLER, T., GOEDHART, M., WESSELS, D. 2015. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 2015. McKinsey & Company, Inc. ISBN-13: 978-1118873700.
6. PIOTROSKI, J. D. 2002. Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. 2002. In *The University of Chicago Graduate School of Business Selected Paper 84*. Dostupné na internete: <https://www.chicagobooth.edu/~media/FE874EE65F624AAEBD0166B1974FD74D.pdf>
>
7. STOWE, J.D. et al. 2007. *Equity Asset Valuation*. 2007. New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc. ISBN-13 978-0-470-05282-2
8. VALENTINE, J. 2011. *Best Practices for Equity Research Analysis: Essentials for Buy-Side and Sell-Side Analysts*. 2011. The McGraw-Hill Companies, Inc. ISBN 0-07-173638-7.

PRÍLOHY

PRÍLOHA 1

Organizačná štruktúra spoločnosti

UNIPETROL GROUP STRUCTURE



PRÍLOHA 2

Unipetrol, ktorá je jednou z najväčších spoločností v strednej Európe deklaruje vykonávanie svojich aktivít v súlade so Spoločensky zodpovedným podnikaním (corporate social responsibility – CSR). Unipetrol považuje CSR za svoju strategickú prioritu. Spoločnosť aktívne a pravidelne komunikuje s úradmi a mestami v regióne za účelom podpory množstva inštitúcií a projektov v oblasti environmentálnej, zdravotnej, či vo vzdelávaní. Zamestnanci spoločnosti Unipetrol taktiež participujú pri rôznych sociálnych aktivitách prostredníctvom peňažných príspevkov, alebo dobrovoľníctvom. CSR v Unipetrole je rozdelené do 5 pilierov:

5 pilierov CSR v Unipetrole

Dobrovoľníctvo	Príspevky / sponzorstvo	Životné prostredie	Vzdelávanie a prax v chemickom odvetví	Podnikové hodnoty ako etický kód
• Deň dobrovoľníctva • Aktivity v neziskových organizáciách a charitách	• Projekt "splnených prianí" • Podpora aktivít v regióne • VŠCHT Praha • Náročné technické múzeum • HC Verva Litvínov • Nemocnica v Moste	• Program zodpovednej starostlivosti • Uvedenie rýb do rieky Bilina v spolupráci s Českou uniou rybolovu • Projekt ochrany sokolov sťahovavých v chemickom parku v Záluží • Dobrovoľníctvo na Krušných horách	• Cesta k tajomstvám ropy • Dlhodobé partnerstvo s Inštitútom chemických technológií, Praha • Partner Národného technického múzea • Prax v chémii • UniCRE	• Zodpovednosť • Progres • Ľudia • Energia • Spoľahlivosť

PRÍLOHA 3

Kľúčové finančné ukazovatele spoločnosti s budúcim odhadom

[illegible]

PRÍLOHA 4

Finančná a fundamentálna analýza

Finančná analýza pozostáva z ukazovateľov kalkovaných na báze metodiky podľa Thomson Reuters. Na predikciu budúcich hodnôt pomerových ukazovateľov sme zvolili metodiku priemernej hodnoty rentability vlastného kapitálu (ROE) budúcich ziskov, ktoré sú v práci analyzované. Ďalšia metodika ako predikovať budúce hodnoty finančných ukazovateľov je použiť udržateľné tempo rastu. Táto metóda vychádza z použitia výplaty dividend akcionárom spoločnosti. Unipetrol nevypláca dividendy, tým pádom je udržateľná miera rastu rovnaká ako priemerná hodnota ROE. Vzhľadom na skutočnosť, že trhovú cenu akcií Unipetrolu a celkový rast firmy ovplyvňuje hospodársky rast HDP Českej republiky a ceny ropy. Podľa Independent Statistics and Analysis, cena ropy (Brent) by sa mala v budúcom roku pohybovať okolo USD za barel. Určiť mieru rastu finančných ukazovateľov pre krátke obdobie je utopia a presný odhad sa stanoviť nedá. Približne však očakávame, že rast ceny ropy a hospodársky rast krajiny majú pozitívny vplyv na rast finančných ukazovateľov a finančné výkazy. Vzťah medzi vývojom spoločnosti a cien ropy a hospodárskeho rastu možno vidieť na grafe v tejto prílohe. Cena ropy od 24. februára 2014 poklesla a hospodársky rast HDP vplýva na postavenie spoločnosti na akciovom trhu. Stanovenie budúceho tempa rastu je stanovené ako priemer percentuálnej dennej zmeny ceny ropy Brent od 24. februára 2014 podľa predpovede na budúci rok (Independent Statistics and Analysis). Rovnako zaradujeme do tempa rastu aj prognózu percentuálneho tempa rastu HDP Českej republiky do roku 2017 (Česká národná banka). Posledná premenná zahrnutá do odhadu budúceho tempa rastu je priemerná percentuálna zmena trhovej ceny akcií Unipetrolu. Podľa Independent Statistics and Analysis cena ropy bude stúpať v nasledujúcich štyroch kvartáloch a to môže mať pozitívny dopad na trhovú cenu akcií Unipetrolu. Následne boli tieto premenné priemerované a výsledná hodnota budúceho trvalo udržateľného rastu je 3,75 %. Pričom očakávame lineárny medziročná nárast v nasledujúcich rokoch.

Doplňkom k finančnej analýze je analýza spoločnosti medzi konkurenciou prostredníctvom Fundamentálnej Investičnej Stratégie (FIS) PIOTROSKI. Základom stratégie sú finančné ukazovatele vypočítané na základe dát dostupných z účtovných závierok a výročných správ. Podstatou FIS je oceňovanie firiem na báze pomerových ukazovateľov a ich kombinácie s inými finančnými ukazovateľmi. Podľa výsledkov fundamentálnych pravidiel FIS odporúča kúpiť alebo predáť akcie spoločnosti do alebo z investičného portfólia. V našej fundamentálnej analýze sme použili fundamentálnu skríningovú finančnú stratégiu Piotroski, ktorá bola zostavená Josephom Piotroski na základe jeho „F-score“. Na margo Joseph Piotroski je považovaných za jedného z najväčších fundamentalistov.

FIS je postavená na základe hodnotených oblastí stability, likvidity, aktivity a rentability (SLAR) podľa prístupu Piotroskeho. Viac o jeho výskume a FIS možno nájsť na dostupných internetových zdrojoch uvedených v zozname použitej literatúry. Matematické vysvetlenie fundamentálnych pravidiel uvádzame v nasledujúcej časti prílohy.

MATEMATICKÉ VYJADRENIE FUNDAMENTÁLNYCH PRAVIDIEL

- 1. Zisk na akciu očistený o mimoriadne príjmy sledovaný počas posledných dvanástich mesiacov musí byť väčší ako 0 [EPSExclXorTTM > 0]**

$$EPSExclXorTTM = \frac{EATExclXor_{Q4-2014} + EATExclXor_{Q1-2015} + EATExclXor_{Q2-2015} + EATExclXor_{Q3-2015}}{\text{average number of shares TTM}}$$

kde:

EPSExclXorTTM zisk na akciu bez mimoriadnych príjmov za posledných dvanásť mesiacov;

EATExclXor čistý zisk bez mimoriadnych príjmov za kvartál v danej perióde;

average number of share TTM priemerný počet akcií za posledných dvanásť mesiacov.

- 2. Operatívny zisk očistený o neobvyklé príjmy za posledných dvanásť mesiacov musí byť väčší ako 0 [\$BusIncTTM_0 > 0]**

$$\$BusIncTTM_0 = BusIncTTM_{Q4-2014} + BusIncTTM_{Q1-2015} + BusIncTTM_{Q2-2015} + BusIncTTM_{Q3-2015}$$

kde:

\$BusIncTTM_0 kumulovaná hodnota operatívneho zisku za dvanásť mesiacov;

BusIncTTM súčasná hodnota operatívneho zisku v poslednom za posledných dvanásť mesiacov.

- 3. Hrubá marža za posledných dvanásť mesiacov je väčšia ako 1,1 násobok hrubej marže za posledných dvanásť mesiacov rok spätne [GMgn%TTM > 1.1*GMgn%PTM]**

$$GMgn\%TTM = \frac{GrossPROFIT_{Q4-2014} + GrossPROFIT_{Q1-2015} + GrossPROFIT_{Q2-2015} + GrossPROFIT_{Q3-2015}}{REVENUES_{Q4-2014} + REVENUES_{Q1-2015} + REVENUES_{Q2-2015} + REVENUES_{Q3-2015}}$$

kde:

GMgn%TTM hrubá marža za posledných dvanásť mesiacov (v %);

GrossPROFIT_{current quartal in current year} hrubá zisk v určitom kvartáli za súčasný rok;

REVENUES_{current quartal in current year} výnosy v určitom kvartáli za súčasný rok.

$$GMgn\%PTM = \frac{GrossPROFIT_{Q4-2013} + GrossPROFIT_{Q1-2014} + GrossPROFIT_{Q2-2014} + GrossPROFIT_{Q3-2014}}{REVENUES_{Q4-2013} + REVENUES_{Q1-2014} + REVENUES_{Q2-2014} + REVENUES_{Q3-2014}}$$

kde:

GMgn%PTM hrubá marža za posledných dvanásť mesiacov rok spätne;

GrossPROFIT_{current quartal in current year} hrubý zisk v určitom kvartáli za predchádzajúci rok;

REVENUES_{current quartal in current year} výnosy v určitom kvartáli za predchádzajúci rok.

4. **Operatívny Cash Flow na akciu za posledných 12 mesiacov musí byť väčší ako dvojnásobok zisku na akciu bez mimoriadnych príjmov za posledných dvanásť mesiacov [OCFPSTTM > 2*(EPSE_{IXorTTM})]**

$$OCFPSTTM = \frac{OCF_{Q4-2014} + OCF_{Q1-2015} + OCF_{Q2-2015} + OCF_{Q3-2015}}{\text{average number of shares TTM}}$$

kde:

OCFPSTTM operatívny Cash Flow na akciu za posledných dvanásť mesiacov;

OCF_{current quartal in current year} operatívny Cash Flow za ručiteľný kvartál súčasného roku;

average number of shares TTM priemerný počet akcií za posledných dvanásť mesiacov.

5. **Dlhodobá zadlženosť aktív za posledný kvartál musí byť menšia než dlhodobá zadlženosť aktív za kvartál rok spätne [DbtTot2AstQ < DbtTot2AstPYQ]**

$$DbtTot2AstQ = \frac{LongTermDebt_{Q3-2015}}{TotalAssets_{Q3-2015}}$$

kde:

DbtTot2AstQ meria dlhodobého zadlženia aktív za súčasný kvartál.

$$DbtTot2AstPYQ = \frac{LongTermDebt_{Q3-2014}}{TotalAssets_{Q3-2014}}$$

DbtTot2AstPYQ meria dlhodobého zadlženia aktív za súčasný kvartál predchádzajúceho roku.

- $$CurRatioQ = \frac{CurrentAssets_{Q3-2015}}{CurrentLiabilities_{Q3-2015}}$$

CurRatioQ	Pomer bežných aktív a bežných pasív v súčasnom kvartáli daného roku;
-----------	--

CurrentAssets_{Q3-2015} hodnota bežných aktív v súčasnom kvartáli daného roku;

CurrentLiabilitiesQ3-2015 hodnota bežných pasív v súčasnom kvartáli daného roku.

$$CurRatioPYQ = \frac{CurrentAssets_{Q3-2014}}{CurrentLiabilities_{Q3-2014}}$$

CurRatioPYQ pomer bežných aktív a bežných pasív v súčasnom kvartáli predchádzajúceho roku;

CurrentAssets_{Q3-2014} hodnota bežných aktív v súčasnom kvartáli predchádzajúceho roku;

CurrentLiabilities03-2014 hodnota bežných pasív v súčasnom kvartáli predchádzajúceho roku.

- $$AstTurnTTM = \frac{REVENUES_{Q4-2014} + REVENUES_{Q1-2015} + REVENUES_{Q2-2015} + REVENUES_{Q3-2015}}{\frac{TotalAssets_{Q3-2015} + TotalAssets_{Q3-2014}}{2}}$$

AstTurnTTM celkový obrat aktív za posledných dvanásť mesiacov;

Revenues current quartal in current year výnosy v daný kvartál súčasného roku;

TotalAssets_{curent quartal in current year} celkové aktíva v daný kvartál súčasného roku.

$$AstTurnPTM = \frac{REVENUES_{Q4-2013} + REVENUES_{Q1-2014} + REVENUES_{Q2-2014} + REVENUES_{Q3-2014}}{\frac{TotalAssets_{Q3-2015} + TotalAssets_{Q3-2014}}{2}}$$

kde:

AstTurnPTM celkový obrat aktív za posledných dvanásť mesiacov rok spätne;

Revenues_{curent quartal in current year} výnosy v daný kvartál predchádzajúceho roku;

TotalAssets_{curent quartal in current year} celkové aktíva v danom kvartáli predchádzajúceho roku.

8. Rentabilita aktív za posledných dvanásť mesiacov musí byť väčšia ako rentabilita aktív za dvanásť mesiacov spätne [ROA%TTM > ROA%PTM]

$$ROA\%TTM = \frac{EATExclXor_{Q4-2014} + EATExclXor_{Q1-2015} + EATExclXor_{Q2-2015} + EATExclXor_{Q3-2015}}{\frac{TotalAssets_{Q3-2015} + TotalAssets_{Q3-2014}}{2}}$$

kde:

ROA%TTM celková rentabilita aktív za posledných dvanásť mesiacov;

EATExclXor_{curent quartal in current year} čistý zisk bez mimoriadnych príjmov v daný kvartál súčasného roku;

TotalAssets_{curent quartal in current year} priemer celkových aktív.

$$ROA\%PTM = \frac{EATExclXor_{Q4-2013} + EATExclXor_{Q1-2014} + EATExclXor_{Q2-2014} + EATExclXor_{Q3-2014}}{\frac{TotalAssets_{Q3-2014} + TotalAssets_{Q3-2013}}{2}}$$

kde:

ROA%PTM celková rentabilita aktív za dvanásť mesiacov rok spätne;

EATExclXor_{curent quartal in current year} čistý zisk po zdanení bez mimoriadnych príjmov v daný kvartál predchádzajúceho roku;

TotalAssets_{curent quartal in current year} priemr celkových aktív.

9. Spoločnosť neemitovala žiadne nové akcie [ShsOutAvgTTM <= ShsOutAvgPTM]

$$ShsOutAvgTTM \leq ShsOutAvgPTM$$

kde:

ShSOutAvgTTM priemerný počet akcií za posledných dvanásť mesiacov;

ShsOutAvgPTM priemerný počet akcií za posledných dvanásť mesiacov rok spätne.

Vybrané finančné ukazovatele, ktoré neboli vypočítané iba pre Unipetrol, ale boli aplikované taktiež aj pre jeho Európskych konkurentov. Medzi týchto konkurentov patria PKN Orlen, MOL, PGNiG, ČEZ, Lotos, KGHM, Slovnaft, OMV. Ak spoločnosť spĺňa všetky tieto fundamentálne pravidlá, FIS ju odporučí pre nákup do investičného portfólia. Žiadna zo spoločností nespĺnila všetky fundamentálne pravidlá, čo je možné vidieť v nasledujúcich tabuľkách.

Tabuľka finančných ukazovateľov FSI Piotroski

	Unipetrol	KN Orlen	MOL	PGNiG	ČEZ	Lotos	KGHM	SLOVNAFT	OMV
EPSExclXorTTM	1,40 €	1,14 €	0,98 €	0,11 €	1,34 €	- 1,43 €	2,19 €	5,29 €	- 0,94 €
\$BusIncTTM_0 (mil. €)	2 867,33 €	778,73 €	399,83 €	920,42 €	1 214,54 €	-76,51 €	769,51 €	200,10 €	-718,00 €
GMgn%TTM	11,32%	10,23 %	23,95%	21,97%	54,12%	7,21%	21,80%	14,15%	5,20%
GMgn%PTM	3,81%	5,67 %	19,83%	25,53%	57,71%	6,50%	23,45%	7,81%	9,89%
OCFPSTTM	3,37 €	2,26 €	18,00 €	0,29 €	4,24 €	1,91 €	5,51	18,22	11,75 €
(EPSExclXorTTM)	1,40 €	1,14 €	0,98 €	0,11 €	1,34 €	-1,43 €	2,19 €	5,29 €	-0,94 €
DbtTot2AstQ	0,00%	19,66%	9,19%	48,70%	25,71%	23,53%	9,11%	5,01%	15,12%
DbtTot2AstPYQ	7,55%	19,89 %	13,66%	44,20%	25,98%	22,40%	6,14%	7,77%	12,19%
CurRatioQ	1,64	1,83	0,95	2,42	1,30	1,37	1,07	1,13	0,90
CurRatioPYQ	1,48	1,63	1,18	1,72	1,24	1,39	1,27	1,33	0,87
AstTurnTTM	3,62	1,85	0,91	0,78	0,30	1,24	0,50	5,04	0,76
AstTurnPTM	4,31	2,09	1,08	0,67	0,29	1,47	0,56	4,76	1,19

ROA%TTM	23,45%	4,21%	0,68%	5,84%	3,22%	-5,92%	4,64%	12,46%	-0,92%
ROA%PTM	-6,62%	-10,19%	0,90%	4,13%	3,74%	-1,07%	6,71%	-1,02%	3,14%
ShsOutAvgTTM	181 334 764	427 709 061	104 518 485	5 900 000 000	537 989 759	184 873 362	200 000 000	20 625 229	327 272 727
ShsOutAvgPTM	181 334 764	427 709 061	104 518 485	5 900 000 000	537 989 759	184 873 362	200 000 000	20 625 229	327 272 727

EATExlXor

(mil. €) 253,65 € 489,13 € 102,88 € 655,01 € 719,55 € 264,58 € - 437,52 € 109,10 € - 307,00 €

Prameň: Vlastné spracovanie, 2016

Tabuľka Fundamentálna Investičná Stratégia PIOTROSKI

		Unipetr ol	PKN Orlen	MOL	PGNi G	ČEZ	Lotos	KGH M	Slovnaft	OMV
EPSExlXorTTM 0	> Value	1,40 €	1,14 €	0,98 €	0,11 €	1,34 €	-1,43 €	2,19 €	5,29 €	-0,94 €
	T/F	T	T	T	T	T	F	T	T	F
\$BusIncTTM_0 > 0	> Value	2 867 325 413,57 €	778 730 070,96 €	399 825 230,38 €	920 422 080,91 €	1 214 536 841,72 €	- 76 513 685,37 €	769 514 330,48 €	200 100 000,00 €	- 718 000 000,00 €
	T/F	T	T	T	T	T	F	T	T	F
GMgn%TTM 1.1*GMgn%PTM	> Value	11,32%	10,23%	23,95%	21,97%	54,12%	7,21%	21,80%	14,15%	5,20%
	T/F	T	T	T	F	F	T	F	T	F
OCFPSTTM 2*(EPSExlXorTTM)	> Value	3,37 €	2,26 €	18,00 €	0,29 €	4,24 €	1,91 €	5,51 €	18,22 €	11,75 €
	T/F	T	F	T	T	T	T	T	T	T
DbtTot2AstQ DbtTot2AstPYQ	< Value	0,00%	19,66%	9,19%	48,70%	25,71%	23,53%	9,11%	5,01%	15,12%
	T/F	T	T	T	F	T	F	F	T	F
CurRatioQ CurRatioPYQ	> Value	1,64	1,83	0,95	2,42	1,30	1,37	1,07	1,13	0,90
	T/F	T	T	F	T	T	F	F	F	T
AstTurnTTM AstTurnPTM	> Value	3,62	1,85	0,91	0,78	0,30	1,24	0,50	5,04	0,76
	T/F	F	F	F	T	T	F	F	T	F
ROA%TTM ROA%PTM	> Value	23,45%	4,21%	0,68%	5,84%	3,22%	-5,92%	4,64%	12,46%	-0,92%
	T/F	T	T	F	T	F	F	F	T	F
ShsOutAvgTTM ShsOutAvgPTM	<= Value	181 334 764	427 709 061	104 518 485	5 900 000 000	537 989 759	184 873 362	200 000 000	20 625 229	327 272 727
	T/F	T	T	T	T	T	T	T	T	T
INVESTMENT RECOMMENDATION		SELL	SELL	SELL	SELL	SELL	SELL	SELL	SELL	SELL

Prameň: Vlastné spracovanie, 2016

Thomson Reuters poskytuje hodnoty ukazovateľov vyjadrených v peňažných jednotkách v národnej mene krajiny ich pôvodu, respektíve na akom trhu sú akcie spoločnosti obchodované. Z toho dôvodu prepočítavame všetky hodnoty podľa výmenných kurzov Európskej centrálnej banky k 10. decembru 2015. Všetky potrebné informácie po konverziu cudzích mien uvádzame v nasledujúcej tabuľke.

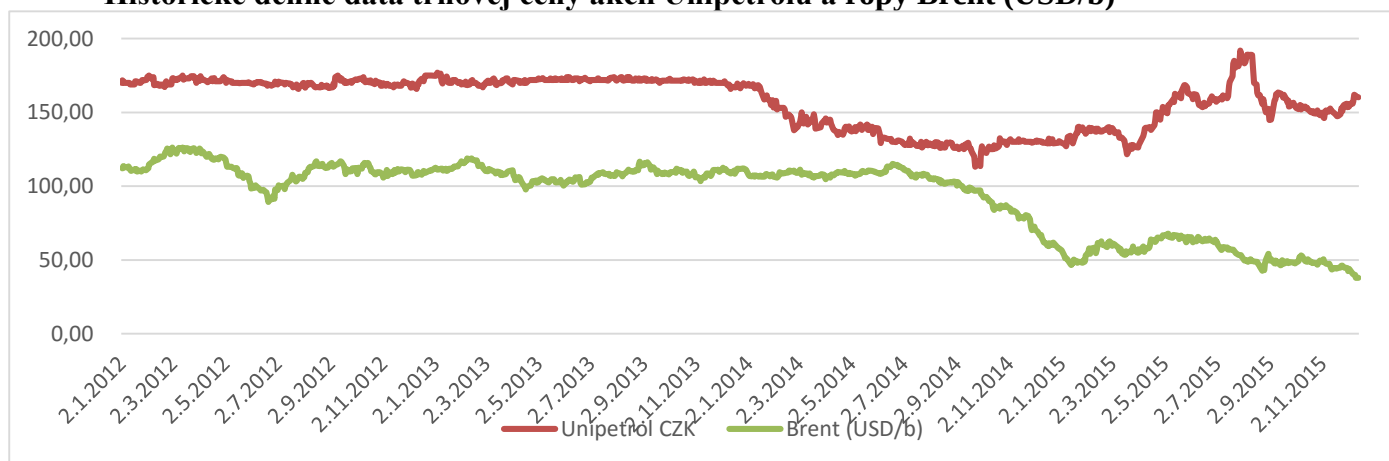
Kurzový lístok vybraných mien k 10. decembru 2015

Výmenné kurzy		Podľa European Central Bank https://goo.gl/ArRHUI		
Dátum	Mena	Kurz	Mena	
10.12.2015	PLN	4,3404	EUR	
10.12.2015	CZK	27,0210	EUR	
10.12.2015	HUF	314,7000	EUR	
10.12.2015	USD	1,0941	EUR	
10.12.2015	RON	4,4954	EUR	

Všetky dáta z výročných správ a dostupných údajov z Thomson Reuters boli prepočítané do cien EUR.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe dát Európskej centrálnej banky

Historické denné dáta trhovej ceny akcií Unipetrolu a ropy Brent (USD/b)

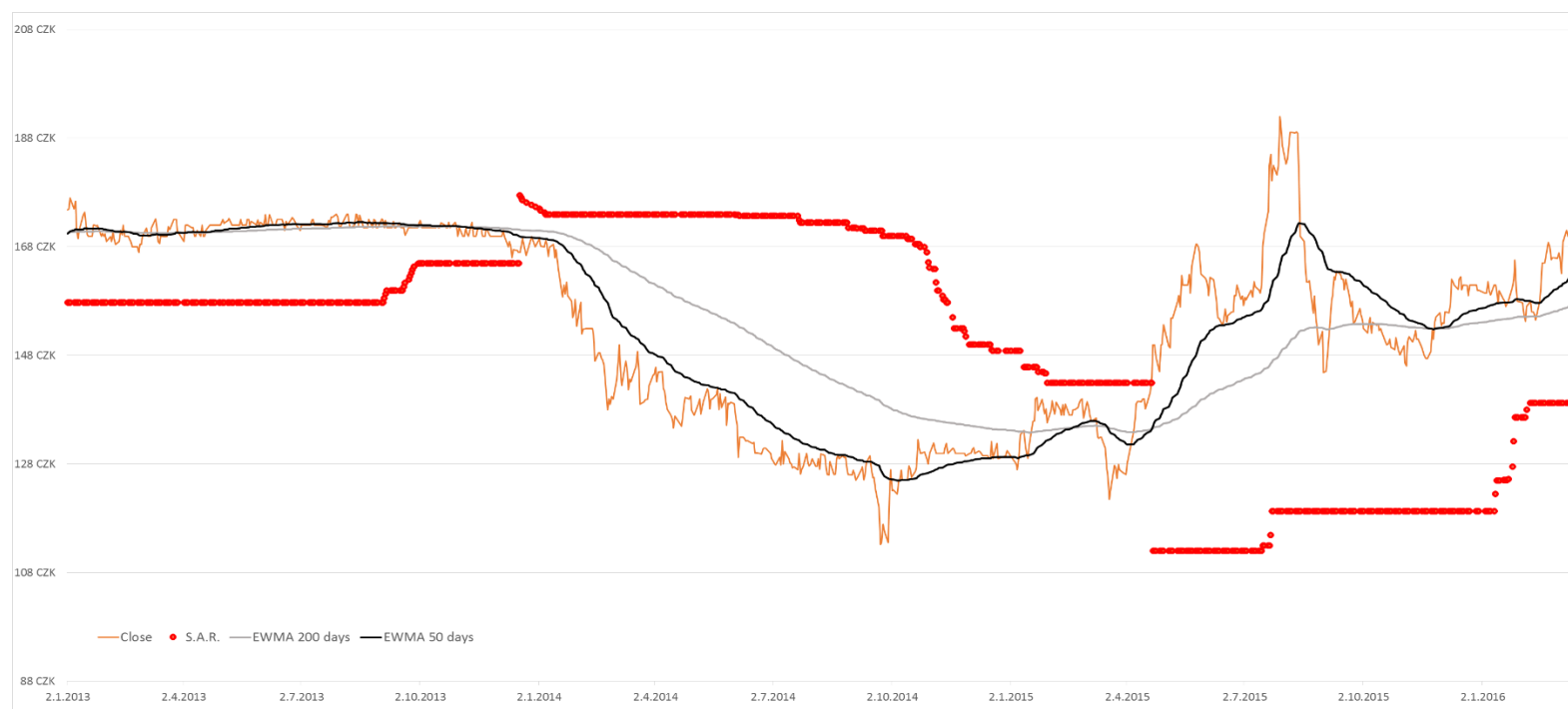


Prameň: Vlastné spracovanie, 2016

PRÍLOHA 5

Technická analýza

Použijeme dva technické indikátory na identifikovanie trendu vo vývoji kurzu akcií spoločnosti Unipetrol. Prvým je exponenciálny vážený kľzavý priemer (EWMA) za posledných 200 obchodných dní, resp. 50 obchodných dní a druhý je Parabolic SAR. Graf nižšie porovnáva vývoj ceny akcií spoločnosti Unipetrol, EWMA 200 dní, EWMA 50 dní a Parabolic SAR za posledné 3 roky. Ak EWMA 50 pretne smerom dole EWMA 200, signalizuje to klesajúci trend vo vývoji akcií. V našom prípade je EWMA 50 nad EWMA 200, čo nám signalizuje rastový trend ceny akcie. V prípade hodnoty Parabolic SAR pod úrovňou ceny akcie indikuje signál na nákup. V našom prípade oba indikátory technickej analýzy prichádzajú s jasným signálom na nákup akcií spoločnosti Unipetrol.

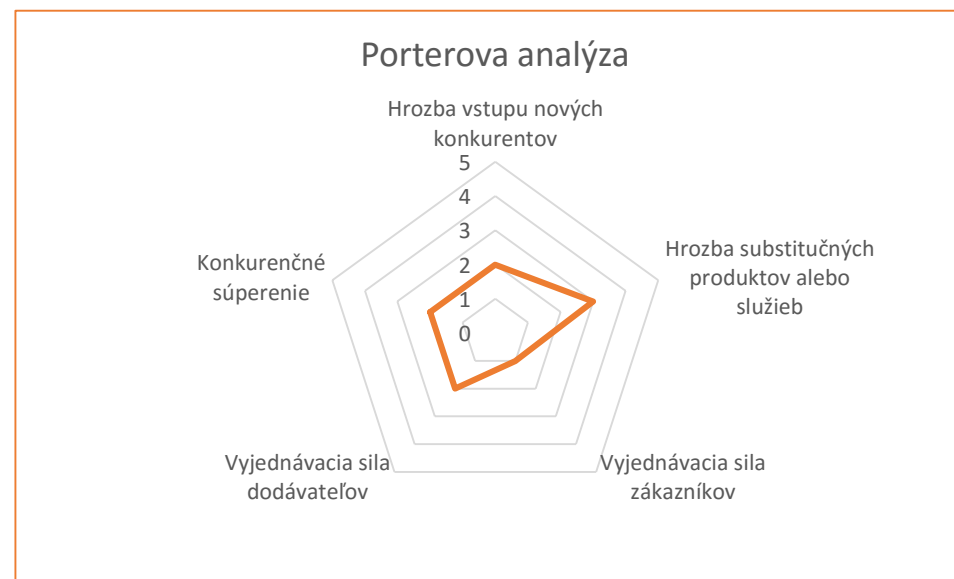


PRÍLOHA 6

Porterova analýza piatich síl

LEGEND

- | | |
|---|---------------------------------|
| 0 | Žiadna hrozba pre podnikanie |
| 1 | Nevýrazná hrozba pre podnikanie |
| 2 | Nízka hrozba pre podnikanie |
| 3 | Mierna hrozba pre podnikanie |
| 4 | Významná hrozba pre podnikanie |
| 5 | Vysoká hrozba pre podnikanie |



Hrozba vstupu nových konkurentov: Unipetrol prevádzkuje dve z troch českých rafinérií. Rafinérie Paramo, ktorá je tiež vo vlastníctve Unipetrolu bola uzatvorená v roku 2012 z dôvodu celkového nedostatočného využitia európskych rafinérií. Nedostatočné využitie, extrémne prekážky vstupu na trh a dlhodobé prognózy európskeho rafinérského trhu vytvárajú veľmi nepravdepodobné podmienky pre vstup novej českej rafinérie alebo petrochemického závodu. Sieť čerpacích staníc Benzina zvyšuje svoj podiel na trhu a vytláča ostatných hráčov, v súlade so svojou stratégiou. Podľa výročnej správy Slovnaft, maďarský MOL je jediným konkurentom, ktorý si kladie za cieľ rozšíriť svoj trhový podiel, pokiaľ ide o petrochemické produkty a maloobchod v Českej republike. Riziká spojené s novými účastníkmi na trhu sme zhodnotili ako nízke.

Hrozba substitučných produktov alebo služieb: Kúpením Českej rafinárskej v júni 2015, získal Unipetrol všetky rafinárske aktíva v Českej republike. Unipetrol má tiež veľmi silnú pozíciu v petrochemickom sektore, čo predstavuje 5% európskej výroby HDPE kapacity, z ktorého $\frac{2}{3}$ sú

vyvážané. Avšak, väčšinu produktov z portfólia Unipetrol je možné importovať z celej strednej Európy. V oblasti maloobchodu značka Benzina je dobre uznávanou, vďaka ponuke vysoko kvalitných výrobkov v Českej republike. Avšak, tieto produkty môžu byť substituované. Po odstavení etylénovej jendotky, musí Unipetrol čeliť dôsledkom narušenia dodávateľského reťazca. Našťastie PKN čiastočne nahradila dodávky kľúčovým zákazníkom Unipetrolu, aby tak zabránila hrozbe ich straty. Pozícia Unipetrolu na trhu je stále silná a vďaka tomu by malo dôjsť k obnoveniu úplných dodávok v októbri 2016, pri zachovaní si trhového podielu. Preto sme posúdili riziko pre podnikanie ako mierne.

Vyjednávacia sila zákazníkov: Vysoko kvalitné produkty sú hlavnou hnacou silou predajného úspechu Unipetrolu. Hlavní zákazníci rafinérskych produktov sú kontrolovaní PKN (Spolana, Butadién Kralupy, Benzina, Paramo). V petrochemickom sektore trvá dlhodobé partnerstvo Unipetrolu a PKN (Synthos, Lovochemie, Pegas Nonwovens). Unipetrol tiež dodáva palivo do čerpacích staníc svojich najväčších konkurentov v maloobchode (Shell), čím nepriamo ovláda ďalší podiel na trhu. Väčšina zákazníkov má dlhodobé zmluvy a dobré vzťahy s Unipetrolom, kvôli čomu posudzujeme vyjednávaciu silu zákazníkov za nevýznamnú.

Vyjednávacia sila dodávateľov: Česke ropné zásoby predstavujú iba malý zlomok toho čo spracováva Unipetrol. Väčšina ropy sa dováža z Ruska a od ďalších zahraničných producentov. Unipetrol vďaka svojej výhodnej vyjednávacjej pozícii materskej spoločnosti PKN Orlen. Nižšia cena ropy a prevyšujúca ponuka nad dopytom na trhu naznačujú dokonca lepšie podmienky v budúcich zmluvách. PKN má dlhodobú zmluvu s Rosneft', Unipetrol zas so slovenským štátnym Transpetrolom. Unipetrol nebol schopný už niekoľko rokov podpísať zmluvu s českou štátnou spoločnosťou MERO pre rozdiely v nastavení cien. Nedávno však podpísal novú zmluvu so štátnym dodávateľom a distribútorom ČEPRO. Preto sme posúdili vyjednávaciu silu zákazníkov za nízku.

Konkurenčné súperenie: Európsky rafinérsky a petrochemický priemysel je veľmi konkurenčný. Unipetrol profituje zo svojej veľkosti a monopolného postavenia v oblasti rafinácie v Českej republike. Maďarská skupina MOL má druhú najväčšiu sieť čerpacích staníc a prevádzkuje jednu z najmodernejších európskych rafinérií - Slovnaft. V dlhodobom horizonte, Unipetrol a rafinérie v západnej európe, budú musieť čeliť novej rafinárskej konkurencii z Blízkeho východu a ďalších rozvíjajúcich sa krajín so zásobami ropy. Avšak momentálne posudzujeme hrozbu konkurenčného súperenia ako nízku