



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV MANAGEMENTU

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUT OF MANAGEMENT

FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

FUNDAMENTAL ANALYSIS

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. IVANA BOUKALÍKOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

doc. Ing. ROMANA ČIŽINSKÁ, Ph.D.

BRNO 2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Boukalíková Ivana, Bc.

Řízení a ekonomika podniku (6208T097)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Fundamentální analýza

v anglickém jazyce:

Fundamental Analysis

Pokyny pro vypracování:

Úvod a cíle práce

Burza cenných papírů Praha - role na finančním trhu, význam pro podniky v ČR

Teoretická východiska fundamentální akciové analýzy

Fundamentální analýza vybraného akciového titulu

Návrhy a doporučení pro investory

Závěr

Seznam odborné literatury:

MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha : Ekopress s.r.o., 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-705.

REJNUŠ, O. Finanční trhy. 2. rozšířené vydání. Ostrava: KEY Publishing s.r.o., 2010. 559 s. ISBN 978-80-87071-87-8.

VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. 2. vydání. Praha: ASPI, 2011. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2012/2013.

L.S.

prof. Ing. Vojtěch Koráb, Dr., MBA
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 25.04.2013

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá fundamentální analýzou akcie společnosti Philip Morris ČR. Teoretická část popisuje jednotlivé metody a postupy fundamentální analýzy. V praktické části práce je provedena fundamentální analýza na globální, odvětvové a firemní úrovni. Výstupem práce je investiční doporučení na základě porovnání zjištěné vnitřní hodnoty akcie s aktuální tržní cenou.

Abstract

Master's thesis deals with the fundamental stock analysis of Philip Morris CR. The theoretical part describes the methods and procedures of fundamental analysis. In the practical part of the work a fundamental analysis on a global, sectoral and company level is performed. Outcome of this work is an investment recommendation based on the comparison of an observed intrinsic value of a stock with current market price.

Klíčová slova

Fundamentální analýza, akcie, vnitřní hodnota akcie, kurz akcie, Philip Morris ČR.

Key words

Fundamental analysis, stock, intrinsic share value, share price, Philip Morris CR.

Bibliografická citace

BOUKALÍKOVÁ, I. *Fundamentální analýza*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2013. 79 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a vypracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých zdrojů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 24. května 2013.

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala své vedoucí práce doc. Ing. Romaně Čížinské, Ph.D. za odborné rady a pomoc při tvorbě diplomové práce.

Obsah

Úvod	10
1 Teoretická východiska práce	12
1.1 Finanční trhy	12
1.2 Členění kapitálového trhu	13
1.3 Burza cenných papírů Praha	15
1.4 Akciové analýzy	16
1.5 Fundamentální analýza	17
1.5.1 Globální fundamentální analýza	18
1.5.1.1 Reálný výstup ekonomiky	19
1.5.1.2 Fiskální politika	19
1.5.1.3 Peněžní nabídka	20
1.5.1.4 Úrokové sazby	21
1.5.1.5 Inflace	22
1.5.1.6 Pohyb zahraničního kapitálu	23
1.5.1.7 Kvalita investičního prostředí	23
1.5.2 Odvětvová fundamentální analýza	24
1.5.2.1 Životní cyklus odvětví	24
1.5.2.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	25
1.5.2.3 Tržní struktura odvětví	25
1.5.2.4 Role regulatorních orgánů	26
1.5.3 Firemní fundamentální analýza	26
1.5.3.1 Vstupní parametry	26
1.5.3.2 Metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie	29
1.5.3.3 Finanční analýza	36
2 Fundamentální analýza vybraného akciového titulu	38
2.1 Základní informace o společnosti	38
2.2 Globální fundamentální analýza	39
2.2.1 Vývoj reálného výstupu ekonomiky	39
2.2.2 Fiskální politika	41
2.2.3 Peněžní nabídka	42

2.2.4	Úrokové sazby	43
2.2.5	Inflace	44
2.2.6	Pohyb zahraničního kapitálu.....	45
2.3	Odvětvová fundamentální analýza.....	46
2.3.1	Životní cyklus odvětví	46
2.3.2	Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	47
2.3.3	Tržní struktura.....	48
2.3.4	Role regulačních orgánů	49
2.4	Firemní fundamentální analýza	50
2.4.1	Finanční analýza společnosti	50
3	Stanovení vnitřní hodnoty akcie.....	57
3.1	Vstupní data pro analýzu	57
3.1.1	Stanovení požadované výnosové míry	57
3.1.2	Stanovení míry růstu dividend	59
3.2	Výpočet vnitřní hodnoty akcií	61
3.2.1	Tržní cena akcie	61
3.2.2	Dividendový diskontní model.....	62
3.2.3	Ziskové modely.....	63
3.2.4	Model FCFE	64
3.2.5	Historické modely.....	65
3.3	Analýza citlivosti	67
3.4	Doporučení pro investory	68
	Závěr	70
	Seznam použitých zdrojů	72
	Seznam tabulek, grafů a obrázků.....	77
	Seznam příloh.....	79

Úvod

V současné době se otázkou investování zabývá mnoho lidí po celém světě. Existuje nespočet možností, kam mohou vložit volné finanční prostředky. Při výběru si každý investor musí hlavně ujasnit, co od dané investice očekává. Nikdy totiž nelze dosáhnout ideální kombinace nejvyššího výnosu z investice s co nejnižším rizikem. Investor se vždy musí rozhodnout, který z těchto faktorů je pro něj významnější.

Investice do cenných papírů je v současnosti stále více oblíbená. Obchodování na kapitálových trzích ovšem spočívá v důkladné analýze všech dostupných informací pro příslušný typ investičního nástroje a především v jejím správném vyhodnocení. Schopností úspěšného investora je určit vhodnou dobu na prodej či nákup příslušných cenných papírů do svého portfolia za účelem dosažení kapitálového zisku. Během vývoje při obchodování vzniklo mnoho metod, které analytikům napomáhají v rozhodování. Pro předpověď budoucího vývoje akciových kurzů používají analytici fundamentální analýzu, technickou analýzu nebo psychologickou analýzu. Fundamentální analýza se snaží předpovědět, jaké faktory působí a ovlivňují pohyby kurzů jednotlivých akcií. Technická analýza se naopak snaží předpovědět pohyby kurzů jednotlivých kurzů pomocí analýzy minulého vývoje kurzů, objemu obchodů a minulých trendů. Psychologická analýza je velmi náročná a je založena na předpokladu, že na kurz akcií má velký vliv psychologická reakce investorů. Záleží vždy na schopnostech, zkušenostech a preferencích analytika, jakou analýzu si k ohodnocení akcií vybere.

Cílem této diplomové práce je na základě fundamentální analýzy stanovit vnitřní hodnotu akcie společnosti Philip Morris ČR a vyslovit investiční doporučení k jejímu nákupu nebo naopak prodeji.

Diplomová práce se zabývá fundamentální analýzou vybraného akciového titulu, který je obchodovatelný na burze. Konkrétně se zaměřuje na akcie společnosti Philip Morris ČR, které jsou obchodovány na trhu Standard Burzy cenných papírů Praha, a.s. Práce je rozčleněna na několik částí, které na sebe vzájemně navazují. První část vysvětluje

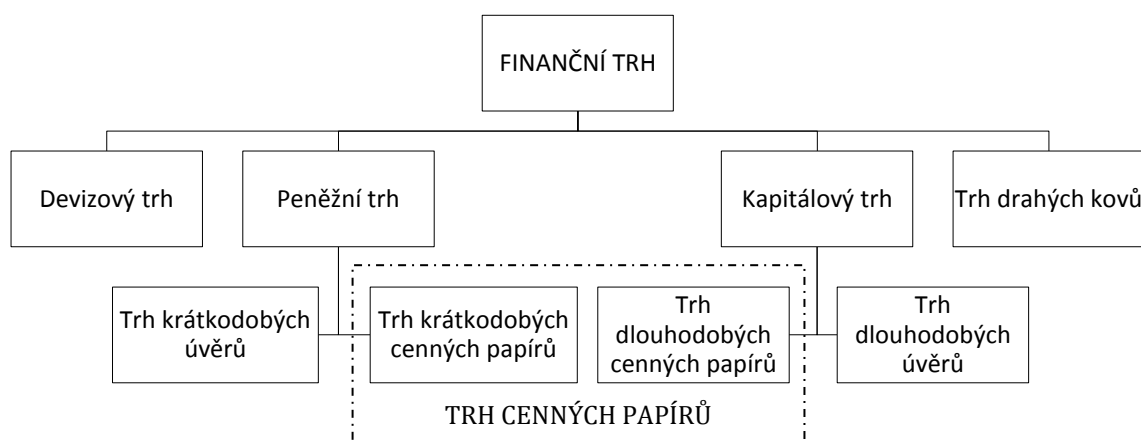
teoretické poznatky, metody a postupy pro pochopení problematiky fundamentální analýzy. Druhá část je věnována globální fundamentální analýze, kde jsou popsány nejdůležitější makroekonomické ukazatele ovlivňující vývoj akciových kurzů, a odvětvové fundamentální analýze, která se zaměřuje na tabákový průmysl, ve kterém společnost působí. Následuje firemní fundamentální analýza, která zahrnuje finanční analýzu pro zhodnocení finančního zdraví společnosti. V poslední části práce jsou stanoveny vstupní parametry pro ohodnocování akcií, které jsou následně využity v modelech firemní fundamentální analýzy. K ohodnocení je použit dividendový diskontní model, model Free Cash Flow to Equite, dále ziskové a historické modely. Pomocí těchto modelů je zjištěna vnitřní hodnota akcie, která je porovnána s tržní hodnotou akcie obchodované k příslušnému datu.

1 Teoretická východiska práce

1.1 Finanční trhy

Finanční trh zajišťuje přesun finančních prostředků mezi ekonomickými subjekty prostřednictvím finančních dokumentů a umožňuje tím alokaci finančních zdrojů v ekonomice. Na těchto trzích mohou přebytkové subjekty umístit a zhodnotit své dočasně volné finanční prostředky a na druhé straně subjekty deficitní získat potřebné zdroje pro financování svých projektů. (ČERNOHORSKÝ, 2011)

Členění finančního trhu nejčastěji vychází z jednotlivých druhů finančních instrumentů, které se na dílčích segmentech finančního trhu obchodují.



Obrázek 1: Členění finančního trhu (upraveno dle REJNUŠ, 2010)

Peněžní trh

Tento trh slouží k poskytování krátkodobých úvěrů a krátkodobých cenných papírů, které mají splatnost do jednoho roku. Nástroje se obecně vyznačují menším rizikem, nižším výnosem a vyšší likviditou. Mezi nejvýznamnější funkce tohoto trhu patří financování provozního kapitálu společností a poskytování krátkodobých peněžních úvěrů domácnostem. Umožňuje také poskytnout finance i pro spekulativní nákupy cenných papírů a komodit.

Devizový trh

Devizové trhy jsou trhy, na kterých se obchoduje s bezhotovostní formou cizích měn. Dochází zde ke vzájemnému směňování konvertibilních měn a tím i k tvorbě jejich kurzů. Pokud se obchody cizích měn provádějí v hotovostní formě, jedná se o valutový trh.

Trh drahých kovů

Na trhu drahých kovů se považují za nejdůležitější trhy se zlatem a stříbrem, ale také sem lze zařadit i trhy platiny a paladia. Nejvýznamnějšími účastníky obchodování jsou na těchto trzích obchodní banky. (REJNUŠ, 2010)

Kapitálový trh

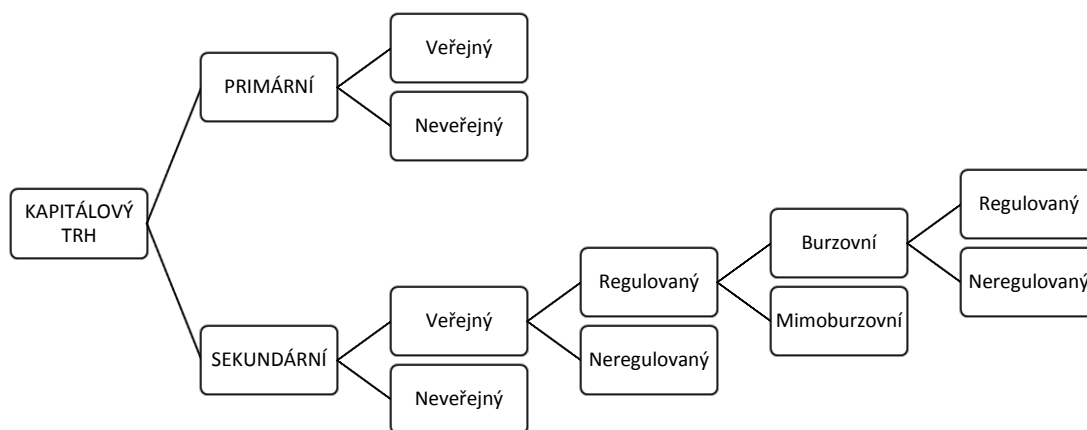
Kapitálový trh obchoduje s finančními instrumenty, které mají povahu dlouhodobých finančních investic. Lze rozdělit na dva samostatné segmenty, kde se obchoduje s dlouhodobými cennými papíry a dlouhodobými úvěry. Ve srovnání s peněžním trhem se dá kapitálový trh považovat za rizikovější, ale také poskytují vyšší výnosy. (ŠTÝBR, 2011)

1.2 Členění kapitálového trhu

Kapitálový trh se člení na dva dílčí segmenty - primární a sekundární. Na primárním trhu dochází k prvotní emisi cenných papírů, kdy emitent získá od investora potřebné finanční prostředky. Na sekundárním trhu se obchoduje s již dříve uvedenými cennými papíry do oběhu. Prvotnímu emitentovi již neplynou žádné další zdroje financování, získává ovšem důležité informace o tržní ceně daného cenného papíru. Hlavní funkce sekundárního trhu spočívá hlavně v zajištění likvidity a stanovení tržních cen příslušných cenných papírů.

Sekundární trh se klasifikuje na neveřejný a veřejný trh, který se dále člení na regulovaný a neregulovaný. Na neveřejném sekundárním trhu probíhají obchody s cennými papíry mezi jednotlivými investory na základě dohodnutých transakcí, kdy si sami účastníci určí cenu a objem cenných papírů. Veřejný neregulovaný trh bývá volně

přístupný a často je označován jako trh OTC (Over The Counter market) neboli trh přes přepážku. Na druhé straně regulovaný veřejný trh je vymezen evropskou směrnicí MiFID a zákonem o podnikání na kapitálovém trhu. Pro společnost, která je obchodovaná na regulovaném trhu to přináší řadu informačních povinností. (REJNUŠ, 2010)



Obrázek 2: Členění kapitálového trhu (zpracováno dle VESELÁ, 2011 a BCPP, 2013b)

Český kapitálový trh

Kapitálový trh vznikl kupónovou privatizací státních podniků, kdy v rámci tohoto procesu došlo k bezúplatnému převodu akcií privatizovaných společností do vlastnictví obyvatelstva. Byla zřízena Komise pro cenné papíry, která měla za úkol zajistit ochranu investorů, transparentnost trhu a boj proti kriminalitě. Tuto agendu převzala v roce 2006 v rámci integrace dozoru nad českým trhem Česká národní banka.

V současné době lze obchodovat s cennými papíry na dvou organizovaných trzích. Konkrétně se jedná o Burzu cenných papírů Praha, a.s. a RM-Systém, a.s. Vedle toho je také často využíván k obchodování mimoburzovní trh OTC, který je neorganizovaný a realizují jej licencovaní obchodníci podle požadavků svých klientů. Nejvíce transakcí je prováděno právě na těchto neorganizovaných trzích.

1.3 Burza cenných papírů Praha

Burza cenných papírů Praha, a.s. (BCPP) je největším a nejstarším organizátorem regulovaného trhu s cennými papíry v České republice. Je založena na členském principu, přičemž jejími členy se mohou stát pouze právnické a fyzické osoby zapsané v obchodním rejstříku, jejichž předmětem činnosti je obchodování s cennými papíry. Ministerstvo financí a Česká národní banka jsou oprávněni uzavírat burzovní obchody ze zákona. Podmínky členství upravuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu a burzovní pravidla. (NÝVLTOVÁ, REŽŇÁKOVÁ, 2007)

Nejvyšším orgánem je valná hromada, která rozhoduje o zásadních otázkách týkajících se fungování burzy. Dále také schvaluje roční účetní závěrku a stanovy burzy. Statutárním orgánem je burzovní komora, která řídí činnost burzy a jedná jejím jménem. Zároveň také jmenuje a odvolává generálního ředitele. Na činnost burzovní komory a fungování burzy dohlíží dozorčí rada.

Na burzu mohou vstoupit veškeré společnosti, které jsou schopné dostát požadavkům kapitálového trhu. Jednak příslušným zákonným požadavkům, ale také očekáváním investorů. Jedním z hlavních kritérií, nejen pro úspěch IPO (Initial Public Offering) neboli primární veřejnou nabídku akcií spojenou se vstupem na trh, je zaujmout a přesvědčit investory o tom, že jejich prostředky budou náležitě zhodnocovány. Proto by se měly společnosti zaměřit na jasné stanovování cílů a jejich rozvojových plánů, zejména ochota sdílet firemní informace s investory je jedním z nejdůležitějších faktorů úspěchu.

Na BCPP bylo vytvořeno několik tržních segmentů, na kterých mohou být po splnění stanovených požadavků obchodovány určité instrumenty. Mezi nejprestižnější segment burzy se řadí hlavní trh, na který se umísťují nejlikvidnější a nejbonitnější emise. Jedná se o emise společností, které jsou ochotny průběžně poskytovat informace o svém hospodaření. Je také velmi důležité, jakým způsobem je emise obchodována. Vybrané emise mají přiřazené tzv. market makery neboli tvůrce trhu, kteří zajišťují sekundární likviditu. V případě, že je akcie nemají přiděleny, v delším časovém horizontu se tyto akcie příliš nenakupují ani neprodávají. (IPO, 2013)

Volný trh je určený pro emise společností, které chtějí obchodovat na burze, ale nesplňují požadavky hlavního trhu. Nekladou se zde takové nároky na emise a emitenty. Podobně jako hlavní trh je také volný trh součástí regulovaného trhu burzy. Trh MTF je neregulovaným trhem a veškeré podmínky pro přístup a obchodování stanovuje burza. Neplatí zde přísná pravidla jako na regulovaných trzích. (POLOUČEK, 2009)

BCPP v současné době zveřejňuje hodnoty dvou tržních indexů – PX a PX-GLOB. Dřívější index PX 50 a nahradil v roce index PX. Tento index je počítaný z cen vážený tržní kapitalizací a nezohledňují se dividendové výnosy. PX-GLOB je globální index počítaný ze závěrečných kurzů vážených tržní kapitalizací. Báze indexu je tvořena všemi emisemi akcií a podílových listů, u kterých byl stanoven platný kurz. (NÝVLTOVÁ, REŽŇÁKOVÁ, 2007)

1.4 Akciové analýzy

V současné době existují čtyři základní přístupy, které vznikly během vývoje při obchodování s cennými papíry. Analýzy slouží k rozhodování o tom, zda a případně kdy je akciový titul vhodné koupit, prodat či držet v portfoliu. Tyto metody tedy pomáhají investorům a analytikům při zkoumání dosavadního vývoje kurzů akcií nebo jejich predikce. Cílem práce je stanovit hodnotu akcie společnosti Philip Morris a k tomu bude využit jeden z níže popsanych typů akciových analýz, konkrétně analýza fundamentální.

K základním přístupům akciové analýzy patří:

- technická analýza,
- psychologická analýza,
- teorie efektivních trhů
- fundamentální analýza.

Technická analýza je nejstarší analytický přístup k předpovědi pohybu akciového trhu. Při této metodě se vychází ze tří základních principů: historie se opakuje, trh absorbuje všechny dostupné informace a cena finančního dokumentu se vyvíjí v trendech. První princip vychází ze stejné reakce lidí na konkrétní situace a předpokládá obdobný vývoj i u kurzů akcií. Druhý princip předpokládá, že cena je výsledkem střetu nabídky a

poptávky, zahrnující veškeré dostupné informace. Trend lze označit jako směr, kterým se kurz cenného papíru po určité časové období pohybuje. Výhodou analýzy je, že investorům umožní určit optimální okamžik pro nákup nebo prodej cenných papírů. Obecně lze však říci, že využití technické analýzy je vhodnější u krátkodobých investic a spekulací, neboť v těchto případech je důležité správné načasování jednotlivých nákupů nebo prodejů. V delším časovém horizontu je vhodnější použít fundamentální analýzu.

Psychologická analýza nepatří k často využívaným metodám k ohodnocování akciových trhů. Základní myšlenkou psychologické analýzy je, že pohyb kurzů je následkem chování lidského faktoru neboli investora. Předmětem zkoumání není tedy samotný cenný papír, nýbrž investor a jeho chování, na jehož rozhodnutí mají vliv i ostatní účastníci obchodování. V tomto analytickém přístupu hraje velmi významnou roli tzv. psychologie davu a vztah investora k riziku. (Patria Online, 2010)

Teorie efektivních trhů je založena na předpokladu, že akciové kurzy obsahují v daném okamžiku všechny významné a veřejně známé informace. Tržní cena akcie na trhu by tedy měla obsahovat objektivní hodnotu a akcie by měla být správně oceněná. Jelikož podle této teorie nelze na trhu najít nadhodnocenou nebo podhodnocenou akcii, vyvrací dokonce i význam fundamentální analýzy. (SCHILLER, 2010)

1.5 Fundamentální analýza

Fundamentální analýzu je možné považovat za komplexní a velmi oblíbený analytický přístup, kterým se analytici pokouší vysvětlit pohyby akciových kurzů. Zabývá se velmi detailním zkoumáním základních a podstatných ekonomických, politických, sociálních, demografických faktorů a událostí, které determinují vývoj akciových kurzů.

Nezkoumá a nezohledňuje pouze firemní fundamentální faktory, které ovlivňují akciové kurzy. Fundamentální analýza naopak v nezanedbatelné míře soustřeďuje svoji pozornost na podstatné globální a odvětvové faktory, které v důsledku toho, že každá

společnost působí a existuje v rámci určitého odvětví a určité ekonomiky, rovněž významným způsobem ovlivňují hodnotu firmy a jejich akcií. Fundamentální akciovou analýzu lze provádět na třech úrovních:

- globální fundamentální analýza,
- odvětvová fundamentální analýza,
- firemní fundamentální analýza. (VESELÁ, 2011)

Hlavním cílem fundamentální analýzy je sledovat a následně správně odhadnout pohyb hodnoty měnových párů. Stanovit vnitřní hodnotu akcie, tedy takovou cenu, která by se na trhu ustanovila při shodě nabídky s poptávkou. (REJNUŠ, 2010)

Slabá stránka fundamentální analýzy je v tom, že neposkytuje informace pro správné načasování nákupu či prodeje cenných papírů. Pro kvalitní analýzu je třeba neustálého přísunu nejnovějších a pravdivých informací o hospodaření společnosti. Díky jejich nedostatku je většinou v tranzitivních ekonomikách fundamentální analýza firem, respektive jejich cenných papírů, obtížná. (ŠTÝBR, 2011)

1.5.1 Globální fundamentální analýza

Hlavním cílem globální fundamentální analýzy je identifikovat, prozkoumat a následně zhodnotit vliv celé ekonomiky a trhu na hodnotu analyzované akcie. Z globálního pohledu ovlivňuje vývoj akciových trhů celá řada faktorů, z nichž za nejvýznamnější jsou považovány:

- reálný výstup ekonomiky,
- fiskální politika,
- peněžní nabídka,
- úrokové sazby,
- inflace,
- příliv/odliv zahraničního kapitálu,
- kvalita investičního prostředí. (REJNUŠ, 2010)

1.5.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Vývoj akciových kurzů lze interpretovat jako systém složený z různých cyklů. Akciové instrumenty v dlouhém období mají charakter růstových instrumentů, přičemž dlouhodobě kolísá vývoj akciových kurzů kolem základního trendu. Růst základního trendu je pravděpodobně vyvolán v dlouhém období dlouhodobým růstem ekonomické úrovně. V dlouhém období totiž akciové kurzy kopírují vývoj ekonomické aktivity.

V kratším horizontu není již vztah mezi změnou ekonomické úrovně a akciovými kurzy tak silný. Akciové kurzy zpravidla předbíhají vývoj reálné ekonomiky o několik měsíců.

1.5.1.2 Fiskální politika

Fiskální politiku lze chápat jako správu a řízení příjmů, výdajů a dluhu vlády daného státu. Vláda může pomocí této politiky výrazně ovlivnit cenu akcií. Pozitivně, ale také negativně. (VESELÁ, 2011)

Na atraktivnost akcií mají vliv především daně z příjmů. Může se jednat o daně z příjmů právnických i fyzických osob. Právě daně snižují dosažené (hrubé) zisky firem, což se negativně promítá do výše dividend a omezuje možnosti dalšího rozvoje akciových společností. Přitom i vyplácené dividendy se většinou ještě zdaní, přičemž bývají daněny i kapitálové příjmy plynoucí z rozdílu realizovaných prodejních a nákupních cen. Tyto faktory poměrně značně snižují atraktivnost akcií a působí na snižování jejich tržních cen. (REJNUŠ, 2010)

Výdajová stránka státního rozpočtu by také za určitých podmínek mohla ovlivnit akciové kurzy, zejména v odvětvích, které se týkají vládních zakázek, výzkumných programů či dotací. Záleží na tom, zda se investoři domnívají, že získané zdroje budou využity efektivně. Vztahy mezi akciovým trhem a výdajovou stranou nejsou jednoznačné a jejich analýza je značně problematická a obtížná. Při analýze těchto vazeb je velmi důležité k nim přistupovat odlišně případ od případu. (KNÁPKOVÁ, 2010)

Dalším faktorem ovlivňující cenu akcie je ještě jeden efekt, tzv. transfer pricing. Spočívá v tom, že pokud působí na území země nadnárodní holdingy, které mají v řadě států s odlišnými daňovými sazbami své společnosti, provádějí jejich prostřednictvím tzv. skryté kapitálové toky. Jedná se o způsob prodeje zboží a služeb v rámci holdingové skupiny s cílem dosáhnout co největších zisků v zemích s nízkým daňovým zatížením. U těchto společností pak dochází k pozitivní reakci na akciových trzích a naopak. (GRÜNWALD, 2007)

1.5.1.3 Peněžní nabídka

Peněžní nabídka je všeobecně považována za jeden z nejvýznamnějších faktorů ovlivňujících vývoj na akciových trzích. Existuje několik vysvětlení, proč změna v peněžní nabídce způsobuje změnu akciových kurzů.

Jako první a zároveň nejjednodušší způsob vysvětlení se nabízí tzv. efekt likvidity. Pokud centrální banka umožní neočekávané zvýšení peněžní nabídky při konstantní poptávce po penězích, změní se rovnovážná pozice peněz ve vztahu k jiným aktivům, které jsou obsaženy v portfoliu. Investor se snaží upravit své portfolio tím, že dodatečné peněžní prostředky investuje na finančních trzích. Jelikož lze označit nabídku akcií v krátkém období téměř za fixní, dochází k vzestupu akciových kurzů. V tomto případě se jedná o přímý vliv na akciové trhy.

Druhý způsob vysvětlení je možný v případě, kdy růst peněžní nabídky zpočátku přiměje investory nakupovat více dluhopisů, což povede k růstu jejich kurzů. Ten se následně projevuje v poklesu výnosových měr z dluhových instrumentů a ve zvýšení atraktivity jejich alternativy, kterými jsou v tomto případě akcie. Zvýšená poptávka po akciových instrumentech pak způsobí růst jejich cen.

Poslední způsob vychází z předpokladu, že zvýšení peněžní nabídky může způsobit pokles úrokových sazeb, které následně podnítl investiční aktivitu společností a jejich zisky. Vyšší zisky společnosti mají pozitivní vliv na akciové kurzy. Ve všech případech je výsledek totožný. Zvýšení peněžní nabídky způsobí zvýšení poptávky po akciích a

následný vzestup akciových kurzů. Celý tento mechanismus samozřejmě funguje i obráceně.

1.5.1.4 Úrokové sazby

Neočekávané změny úrokových sazeb jsou považovány za klíčový kurzotvorný faktor ovlivňující akciové instrumenty. Platí zde inverzní vztah, kdy neočekávaný růst úrokových sazeb ovlivňuje akciové trhy negativně a vede k poklesu kurzů akcií. Naopak neočekávaný pokles úrokových sazeb představuje příznivou zprávu pro investory, neboť způsobuje růst akciových kurzů. (MUSÍLEK, 2011)

Pro výše zmiňovaný inverzní vztah existuje několik možných vysvětlení. Prvním a velmi logickým vysvětlením je základní princip ohodnocování akciových instrumentů, který spočívá v převodu, v diskontování budoucích příjmů z akcie na současnou hodnotu. Jako diskontní faktor se používá požadovaná výnosová míra investora nebo průměrné vážené náklady kapitálu. S růstem úrokových měr roste požadovaná výnosová míra investora, což vede k poklesu současné hodnoty budoucích příjmů. To znamená, že dojde k poklesu akciových kurzů a také snížení atraktivity pro investora.

Druhé vysvětlení je založeno na konkurenčním vztahu mezi akciovými a dluhopisovými trhy. Mezi výnosy mezi těmito trhy existuje určité rozpětí (spread), které je determinováno vývojem hospodářského cyklu. V období rostoucích úrokových měr dochází k poklesu očekávaných výnosů na akciovém trhu a zároveň k růstu výnosů na dluhopisovém trhu. V důsledku toho, že investoři přesouvají své aktivity na dluhopisový trh, dochází k poklesu poptávky po akciích a následnému snížení akciových kurzů.

Pro třetí vysvětlení inverzního vztahu je možné využít trhu zápůjčního kapitálu, tedy trhu volných finančních zdrojů. Cenou těchto trhů je úrok a s růstem hladiny úrokových měr roste cena volných finančních zdrojů. Vyšší úrokové sazby zvyšují náklady firem na jejich externí financování. Omezení investiční činnosti znamená nižší zisky a dochází k poklesu akciových kurzů. Tyto vztahy fungují i opačně.

Jako poslední možnost pro vysvětlení inverzního vztahu lze považovat signální funkci úrokové míry. Investoři vědí, že k významnému růstu úrokových sazeb dochází v závěru hospodářského cyklu, kdy se centrální banka snaží utlumit ekonomickou situaci a snížit zvyšující se inflaci. Tyto změny investoři zakomponují do svých modelů, což vede k poklesu výsledných správných cen. Investoři jsou pak ochotni zaplatit za akcie mnohem menší cenu a poptávka po akciích se snižuje. Je důležité si však uvědomit, že v investiční praxi je vztah mezi pohybem úrokových měr a akciových kurzů mnohem komplikovanější než předpokládají popsané modely. Reakce akciového trhu je vždy velmi ovlivněno očekáváním a pocity investorů. (VESELÁ, 2011)

1.5.1.5 Inflation

Akcie jsou velmi často považovány za instrumenty, které představují dobré zajištění v případě očekávané míry inflace. Tato představa je založena na předpokladu růstu nominálního zisku a dividend v období inflace, jakož i na předpokladu růstu akciových kurzů.

Empirické studie prokazují, že akcie v dlouhém období v prostředí inflace většinou nejsou schopny dlouhodobě udržet svoji reálnou hodnotu. I přes skutečnost, že představují vlastnický nárok k reálným aktivům akciové společnosti. V současné době existuje mnoho hypotéz, které se snaží tento jev objasnit. Nejznámější z nich je hypotéza daňového efektu, která se zaměřuje na způsob odepisování investičního majetku a ohodnocováním zásob firmy v období inflace. Ve většině států je metodika odepisování založena na odepisování z pořizovacích cen, reálná hodnota odpisů tedy vzhledem k inflaci klesá. To vede k poklesu reálného zisku po zdanění, reálných dividend a následně také k poklesu tržních cen akcií. (REJNUŠ, 2010)

Inflace může mít na firmu nepříznivý dopad také z důvodu používané metodiky oceňování zásob, jestliže je založena na principu FIFO (first-in-first-out). Inflace způsobí podhodnocení nákladů, které jsou důležité k pořízení nových zásob. Tato skutečnost zvyšuje efektivní daňové zatížení a způsobí pokles reálného zisku po zdanění jako v předešlém případě. (MUSÍLEK, 2011)

Na druhé straně je potřeba podotknout, že akciové společnosti mohou i profitovat z růstu cen. Zvýšení inflace je zpravidla doprovázeno růstem nominálních úrokových sazeb. Úrokové platby jsou nákladovou položkou, čímž snižují účetní zisk akciové společnosti.

1.5.1.6 Pohyb zahraničního kapitálu

Akciové trhy ve většině vyspělých i rozvojových států jsou zcela liberalizovány pro zahraniční investory. Na většině akciových trhů nejsou žádné restriktce ani pro přímé investice. Investoři vyhledávají takové instrumenty, které mají nejvyšší očekávanou výnosovou míru s ohledem na očekávané riziko a likviditu. (REJNUŠ, 2010)

Příliv nebo odliv zahraničního kapitálu bude tedy nejsilněji ovlivňovat takové trhy, pro které je typická nižší likvidita. Typickými představiteli těchto trhů jsou tzv. emerging markets. Jedná se o mladé, rozvíjející se trhy. Příliv zahraničního kapitálu na těchto trzích zpravidla razantně podnítl poptávku po akciích, to způsobí vzestup akciových kurzů. Zcela opačný účinek by měl odliv zahraničního kapitálu. (VESELÁ, 2011)

1.5.1.7 Kvalita investičního prostředí

Další kritérium, které ovlivňuje důvěru investora, je kvalita investičního prostředí. To lze charakterizovat jako všeobecné podmínky, které důvěru zvyšují nebo naopak snižují. Pro určení kvality investičního prostředí je třeba zvážit několik faktorů. Mezi nejvýznamnější patří politické a ekonomické šoky, které mohou akciové kurzy ovlivnit pozitivně i negativně. Tato skupina faktorů není kontrolovatelná managementem společnosti. Zejména v krátkém období mají výrazný vliv na ceny akcií, kdy po odeznění šoku nastane na akciových trzích obvykle opačný pohyb cen aktiv. Mezi ekonomické šoky patří změna ceny ropy, měnové krize nebo inflace. Politické šoky souvisí s volebními výsledky či demisí vlády. Všechny tyto šoky nejsou předvídatelné a objevují se náhodně. Pokud se ovšem objeví, zvyšují u investorů rizikovou prémii. Za další faktory ovlivňující kvalitu investičního prostředí lze

považovat existenci schodků a nerovnováh, korupce, hospodářské kriminality a právního systému. (MUSÍLEK, 2011)

1.5.2 Odvětvová fundamentální analýza

Druhá úroveň fundamentální analýzy se zaměřuje na identifikaci charakteristických rysů a specifík odvětví. Ty musí analytik prozkoumat, analyzovat a následně prognózovat pro budoucí vývoj daného odvětví. Faktory v odvětví mohou totiž velmi významným způsobem ovlivnit cenu akcií. Patří sem životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní struktura či role regulačních orgánů. (VESELÁ, 2011)

1.5.2.1 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus představuje sled určitých vývojových fází, kterými odvětví prochází. Tento cyklus je rozdělen do tří etap:

- pionýrská etapa,
- etapa rozvoje,
- etapa stabilizace.

V první pionýrské etapě dochází k prudkému vzestupu poptávky po výstupu odvětví, což umožní dosahovat velmi vysoký dodatečný zisk. Ziskové příležitosti však také způsobí příliv nových subjektů do odvětví, kde se velmi rychle mění relativní postavení jednotlivých společností, značně kolísají jejich zisky a akciové kurzy vykazují abnormálně vysokou volatilitu. Druhá etapa rozvoje zahrnuje pouze společnosti, které přežily předchozí etapu. Odvětví se stabilizuje, jednotlivé akciové společnosti se stávají silnějšími, zejména pak podílem na celkovém výstupu odvětví a finančních zdrojích. Klesá také výrazně fluktuace zisku jednotlivých společností. V poslední etapě stabilizace dochází k upevnění postavení společností. Jejich zisky jsou vysoce stabilní, to se odráží v nízké volatilitě cen jejich akcií. Postupně ale odvětví ztrácí schopnost dalšího růstu a akciové kurzy klesají. Odvětví může stagnovat jen dočasně před zahájením nové pionýrské etapy.

1.5.2.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

V průběhu hospodářského cyklu reagují odvětví různým způsobem. Lze je obecně rozdělit do tří skupin – odvětví cyklická, neutrální a anticyklická.

✓ Odvětví cyklická

Tato odvětví dosahují velmi dobrých hospodářských výsledků v období expanze, v recesi se ve velké míře dostávají do problémů. Odvětví vykazují cyklické kolísání ziskových ukazatelů. V recesi velmi rychle ztrácejí svůj odbyt, což má negativní dopad na výsledný zisk a tržní cenu akcií. Příkladem je stavební průmysl, automobilový průmysl nebo průmysl dlouhodobých spotřebních statků. (MUSÍLEK, 2011)

✓ Odvětví neutrální

Firmy a jejich produkty spadající do tohoto odvětví nejsou citlivé na hospodářský cyklus. Jedná se o statky nezbytné nebo návykové, kterých se lidé nechtějí vzdát. Základní potraviny, alkohol nebo tabákový průmysl spadají do této kategorie. Akciové kurzy reagují na hospodářský cyklus jen v omezené míře.

✓ Odvětví anticyklická

Odvětví anticyklické se chová opačným způsobem než odvětví cyklické. V období recese firmy generují zisk, kdy dochází ke zvýšení poptávky po výrobcích a službách. (ŠTÝBR, 2011)

1.5.2.3 Tržní struktura odvětví

Typ tržní struktury je možné poznat několika možnými způsoby. Podle počtu firem působících v daném odvětví, podle charakteru vyráběných produktů, podle překážek vstupu do daného odvětví a podle způsobu tvorby cen v daném odvětví. Tržní struktura může být monopolní, oligopolní, nedokonalá konkurence a dokonalá konkurence. V každém typu tržní struktury lze očekávat rozdílnou intenzitu konkurence, která determinuje firemní strategii a ziskovost.

1.5.2.4 Role regulatorních orgánů

Každé odvětví v ekonomice je vždy vystaveno nějaké formě regulace. Rozlišuje se způsob a intenzita dané regulace, která může ovlivnit výrazným způsobem vývoj zisku a akciové kurzy daného odvětví. Mezi nejčastější regulační opatření se řadí omezování vstupu do odvětví udělováním licencí, regulace cenotvorby a stanovování cenových stropů, poskytování dotací a subvencí a preference odvětví ze strany vlády.

1.5.3 Firemní fundamentální analýza

Třetí úroveň fundamentální analýzy je firemní analýza. Svoji pozornost zaměřuje především na ohodnocení firemních fundamentálních charakteristik a faktorů, které ovlivňují a utvářejí vnitřní hodnotu akcie společnosti. Pomocí různých analytických metod a nástrojů se analytici snaží o číselnou kvantifikaci vnitřní hodnoty akcie. Výslednou hodnotu pak porovnávají s aktuální tržní cenou akcie, kdy následně určují, zda se jedná o akcii nadhodnocenou, podhodnocenou nebo správně oceněnou. Od jejich výsledku je také odvozováno případné investiční rozhodování. Pokud je vnitřní hodnota akcie vyšší než aktuální kurz ceny akcie, jedná se o podhodnocenou akcii a je vhodné ji koupit, neboť představuje investiční příležitost. Na druhé straně akcie, která má vnitřní hodnotu nižší než aktuální kurz, je akcií nadhodnocenou a doporučuje se prodat. (VESELÁ, 2011)

1.5.3.1 Vstupní parametry

1.5.3.1.1 Požadovaná výnosová míra

Jedná se o nezastupitelný nástroj při převodu budoucích peněžních toků na jejich současnou hodnotu. Je veličinou, která zohledňuje náklady obětované příležitosti a inflaci, ale také úroveň rizika a likvidity spojených s daným instrumentem. Pokles likvidity a nárůst rizika instrumentu by se měl odrazit v růstu požadované výnosové míry z něho.

Model CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model - CAPM) objasňuje vztah mezi očekávaným výnosem aktiva a jeho rizikem za podmínek tržní rovnováhy.

Tento model se řadí mezi nejjednodušší a nejsrozumitelnější modely a lze vyjádřit touto matematickou rovnicí:

$$k = r_f + \beta_t[r_m - r_f]$$

k očekávaná výnosová míra,
 r_f bezriziková výnosová míra,
 β_t rizikový koeficient beta,
 r_m očekávaná výnosová míra,
 $r_m - r_f$ tržní riziková prémie.

Filosofie modelu CAPM vychází z předpokladu, že racionální investor je ochoten držet instrument s vyšším rizikem pouze za předpokladu, že získá vyšší výnosovou míru, než jakou by mu přinesl bezrizikový instrument. Rozdíl se označuje jako prémie za riziko. Koeficient beta vyjadřuje úroveň systematického rizika vzhledem k portfoliu. (NÝVLTOVÁ, MARINIČ, 2010)

1.5.3.1.2 Míra růstu dividend

V praxi existují tři zcela rozdílné zdroje pro získání údajů míry růstu dividend, případně zisku. První způsob je založen na historických datech o vyplacených nebo vyplácených dividendách. Pokud jsou data k dispozici, lze stanovit historickou míru růstu dividend. Výpočet lze zapsat následujícím způsobem:

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1$$

g míra růstu dividend,
 D_M mladší dividendy (dividendy současné, běžné či blíže současnosti),
 D_S starší dividendy (dividendy dále od současnosti),
t počet let mezi mladší a starší dividendou.

Míra růstu vypočtena tímto způsobem je založena pouze na dvou údajích o vyplácených dividendách. Je třeba vždy posoudit budoucí růstový potenciál společnosti, neboť může docházet ke zkreslení míry růstu v důsledku použití extrémních hodnot.

Subjektivní odhady a prognózy analytiků je druhý způsob, jak odhadnout míru růstu dividend. Krátkodobé předpovědi se hodnotí jako poměrně úspěšné, jelikož analytici zahrnují do svých úvah aktuální makroekonomické informace, očekávání a také informace o společnosti a její konkurenci. Prognózování dlouhodobé předpovědi je mnohem obtížnější, jelikož je třeba zahrnout více neznámých údajů, a proto je na ni pohlíženo jako na méně spolehlivou.

Třetí způsob stanovení míry růstu dividend je pomocí firemních finančních ukazatelů, např. rentabilita vlastního kapitálu, zisková marže, dividendový výplatní poměr, zadluženost, rentabilita aktiv či obrátka aktiv. Konečnou verzi udržovacího růstového modelu po úpravách lze zapsat následovně:

$$g = \frac{b * E_t}{BV_{t-1}} = b * ROE$$

g míra růstu dividend mezi obdobími $t+1$ a t ,

b retention ratio,

E_t čistý zisk společnosti vykázaný v období t ,

BV_{t-1} účetní hodnota společnosti v období $t-1$

ROE rentabilita vlastního kapitálu, která je uvažována jako konstantní.

Retention ratio označuje podíl zadrženého zisku na úrovni společnosti na celkovém čistém zisku společnosti. Při výpočtu se vychází z údajů posledních zveřejněných výkazů, v případě přílišné kolísavosti dochází k zprůměrování hodnot za poslední tři roky. Tento model je významně ovlivňován dalšími faktory, z nichž z fundamentálního hlediska je nejdůležitější faktor zadluženost, dividendová politika, rentabilita aktiv, zisková marže a obrátka aktiv. (VESELÁ, 2011)

1.5.3.2 Metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie lze použít mnoho různých metod. Mezi nejpoužívanější patří dividendové diskontní modely, cash-flow modely a ziskové modely, které vycházejí z budoucích příjmů, které by mohli investoři získat. Je možné také použít bilanční modely, které vycházejí z účetních výkazů společnosti. Jako doplňkové modely lze použít historické modely, které jsou založeny na historických datech a vztahují se k současnosti, popř. nejbližší budoucnosti.

1.5.3.2.1 Dividendové diskontní modely

Dividendové diskontní modely jsou nejpropracovanější a v současné době i nejčastěji používané metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Vnitřní hodnota akcie je dána součtem současných hodnot všech budoucích příjmů pro jejího majitele. Budoucím příjmem mohou být vyplácené dividendy z dané akcie nebo prodejní cena akcie. (POLÁCH a kol., 2012)

Podle předpokládané doby držby akcie a charakteru uvažovaných budoucích příjmů z akcie lze pracovat s 2 typy dividendových diskontních modelů:

- dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby,
- dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby.

Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby jsou v praxi mnohem více využívány a uplatňují se v případech, kdy společnost neplánuje v blízké budoucnosti jejich prodej. Vnitřní hodnota akcie je určena současnou hodnotou veškerých budoucích dividend a lze ji zapsat takto:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

n n-té období držby akcie,

V_0 vnitřní hodnota akcie,

D_1, D_2, D_n očekávané dividendy v jednotlivých letech,

k požadovaná výnosová míra z akcie.

Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby se používá pro hodnocení akcií, u kterých se předpokládá prodej v blízké budoucnosti (max. 2 roky, v případě stabilního investičního prostředí až 3 roky). V případě, že investor plánuje prodej akcií po jednom roce držby, vnitřní hodnota lze napsat následovně:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{P_1}{1+k}$$

V_0 vnitřní hodnota akcie,

D_1 očekávaná dividendy v příštím roce,

P_1 očekávaný prodejní kurz po roce držby,

k požadovaná výnosová míra z akcie.

Obecně lze vyjádřit vnitřní hodnotu u dividendového diskontního modelu s konečnou platností na základě tohoto vztahu:

$$V_0 = \sum_{n=1}^N \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{P_N}{(1+k)^N}$$

N konečný rok držby akcie,

D_n očekávaná dividendy vyplácená v jednotlivých letech držby akcie,

P_N očekávaný prodejní kurz akcie na konci posledního roku její držby,

k požadovaná výnosová míra z akcie.

Společnosti se nacházejí v různých fázích životního cyklu, v různých odvětvích a je pro ně zcela typický rozdílný vývoj dividend. Některé společnosti vyplácejí dividendu konstantně, jiné konstantně rostoucí či klesající dividendu, u jiných se tempo růstu či poklesu dividend v průběhu držby akcie mění. Analytici proto vyvinuli hned několik verzí dividendových diskontních modelů, které rozlišují podmínky pro pohyb očekávaných dividend. (VESELÁ, 2011)

Gordonův model

Jedná se o jednostupňový dividendový diskontní model s nekonečnou dobou držby. V praxi jde o nejčastěji používanou variantu dividendových diskontních modelů. Typickým znakem je použití po celou dobu držby konstantních veličin míry růstu popř. poklesu dividend g a požadované míry k . Ve zjednodušené verzi lze model zapsat v matematickém vyjádření následovně:

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0(1 + g)}{k - g}$$

D_1 očekávaná dividend v příštím roce držby akcie,

D_0 běžná dividend vyplácená v tomto běžném roce z akcie,

g míra růstu (poklesu) dividend,

k požadovaná výnosová míra.

Tento model však musí splňovat určité předpoklady, aby mohl být správně použit:

- Hodnota požadované výnosové míry musí být vyšší než hodnota míry růstu dividend.
- Dividendy musí růst či klesat stejným tempem po celou předpokládanou nekonečnou dobu držby.
- Nezbytným vstupním údajem musí být informace o současné dividendě nebo informace o očekávané dividendě. (VESELÁ, 2011)

1.5.3.2.2 Ziskové modely

Další metodou fundamentální analýzy jsou ziskové modely. Jak je již z názvu patrné, pracují s hodnotou čistého zisku na akcii jakožto výchozí veličiny pro zjištění vnitřní hodnoty akcie. Někteří investoři dokonce tvrdí, že právě tato veličina má větší vliv na vnitřní hodnotu než dividendy. Jednoduchými úpravami lze vyjádřit různé druhy oblíbených ukazatelů kapitálového trhu P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio. (ŠTÝBR, 2011)

Metody založené na P/E ratio

Ukazatel P/E (price/earnings) ratio je nejoblíbenější ukazatel na kapitálovém trhu. Je dán poměrem mezi kurzem akcie a čistým ziskem na akcii, jeho hodnota vyjadřuje kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu korunu zisku emitující společnosti. Nevýhoda této metody spočívá v tom, pokud společnost vykáže ztrátu, nemá smysl ukazatel P/E ratio ve vazbě k současnosti počítat. Tento ukazatel se také liší v jednotlivých odvětvích a může být zkreslen globálními faktory. Pro stanovení ukazatele P/E ratio je možné použít běžný, očekávaný nebo minulý kurz akcie.

Běžné P/E ratio je dáno poměrem aktuálního kurzu akcie a běžného zisku na akcii. Právě tento ukazatel je velmi často uváděn. P/E ukazatel zastupuje kurz akcie a musí se porovnat s jiným druhem P/E ratia.

Normální P/E ratio vychází z Gordonova modelu s konstantním růstem. Dividendy jsou nahrazeny součinem očekávaného zisku a dividendového výplatního poměru. Matematické vyjádření vypadá následovně:

$$V_0 = P_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{E_1 * p}{k - g} = \frac{E_1(1 - b)}{k - g}$$

V_0 aktuální vnitřní hodnota akcie,

P_0 běžný kurz správně oceněné akcie,

p dividendový výplatní poměr, který lze určit jako podíl D_1/E_1 a který je považován za konstantní,

b retention ratio neboli podíl zadrženého čistého zisku na úrovni společnosti, zároveň platí $p + b = 1$,

E_1 očekávaný zisk v příštím roce,

k požadovaná výnosová míra,

g míra růstu zisku, vzhledem k předpokladu konstantního dividendového výplatního poměru shodná s mírou růstu dividend.

Ukazatel normálního P/E ratia lze vyjádřit:

$$(P/E)_N = \frac{P_0}{E_1} = \frac{p}{k - g}$$

$(P/E)_N$ ukazatel normálního P/E ratio,
ostatní veličiny odpovídají předchozímu vymezení.

Sharpovo P/E ratio je také odvozeno od Gordonova modelu. Odlišnost se projevuje až v posledním kroku, kdy dojde k vydělení rovnice čistým běžným ziskem na akcii. Výsledkem je následující vzorec:

$$V_0/E_0 = \frac{p * (1 + g)}{k - g}$$

V_0/E_0 ukazatel Sharpovo P/E ratio,
ostatní veličiny odpovídají předchozímu vymezení.

V případě, že je Sharpovo P/E ratio vyšší než běžné P/E ratio, jedná se o podhodnocenou akcii a doporučuje se její nákup. V opačném případě se doporučuje prodej, jelikož se s největší pravděpodobností jedná o nadhodnocenou akcii. Pokud se tyto dva ukazatele rovnají, jedná se o správně oceněnou akcii. (VESELÁ, 2011)

1.5.3.2.3 Cash-flow modely

Při výpočtu těchto modelů se vychází pouze z podílu čistého zisku, který je vyplácen akcionářům. Navíc pokud nejsou dividendy vypláceny nebo jen v malé částce, nelze použít pro výpočet vnitřní hodnoty akcie některé dividendové diskontní a ziskové modely. Docházelo by k podhodnocování akcií.

Cílem tohoto modelu je analyzovat společnosti a jejich akcie ze širšího hlediska. Zahrnují se zde volné peněžní prostředky zadržované na úrovni společnosti. V praxi se využívá modelů pracujících s cash flow.

Model Free Cash Flow to Equite (FCFE model)

Tento model umožní stanovit vnitřní hodnotu akcie z pohledu akcionáře. Hlavním úkolem tohoto modelu je stanovení veličiny FCFE. Postup výpočtu je možné zvolit následujícím způsobem:

$$\begin{aligned} \text{Model Free Cash Flow to Equite (FCFE}_0) &= \text{čistý zisk} \\ &+ \text{odpisy} \\ &- \text{investiční výdaje} \\ &- \text{změna pracovního kapitálu} \\ &- \text{splátky dluhů} \\ &+ \text{nové emise dluhových instrumentů} \end{aligned}$$

Vypočtená veličina FCFE představuje volné peněžní prostředky společnosti, které by za určitých okolností mohly být vyplaceny jako dividendy. V praxi ovšem k této skutečnosti nedochází z několika důvodů. Nejčastěji ze snahy společnosti o stabilitu nebo mírný růst vyplácených dividend, vysokých investičních výdajů, dále také ze signalizačních funkcí dividend nebo z důvodu vysokých a nepříznivých zdanění dividend.

Jednostupňový FCFE model s konstantním růstem lze zapsat takto:

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{k - g_{FCFE}} = \frac{FCFE_0(1 + g_{FCFE})}{k - g_{FCFE}}$$

V_0 aktuální vnitřní hodnota akcie,

$FCFE_1$ očekávaná hodnota Free-Cash-Flow-to-Equity v příštím roce,

$FCFE_0$ běžná hodnota Free-Cash-Flow-to-Equity v běžném roce,

k požadovaná výnosová míra z akcie,

g_{FCFE} míra růstu Free-Cash-Flow-to-Equity.

Míra růstu FCFE by se měla pohybovat přibližně na úrovni nominální míry růstu ekonomiky daného odvětví. Investiční výdaje by se měly blížit výši odpisům. Pro hodnocení nadprůměrných růstových firem je třeba využít pro výpočty víceetapňové modely FCFE. (VESELÁ, 2011)

1.5.3.2.4 Historické modely

Historické modely jsou založeny na porovnání průměrné historické ceny akcie s další průměrnou historickou veličinou. V praxi se analytici především zaměřují na průměrné hodnoty tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow. (POLÁCH a kol., 2012)

Model P/S poměřuje historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii.

$$(P/S)_H = \frac{P_A}{S_A} \quad V_0 = (P/S)_H * S_1$$

$(P/S)_H$ historický poměr cena / tržby,

S_1 očekávaná výše tržeb pro příští rok,

P_A průměrný historický tržní kurz akcie,

S_A průměrná historická výše tržeb připadající na jednu akcii,

V_0 vnitřní hodnota akcie.

Dalším z modelů je **model P/D**, který porovnává průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší dividend na jednu akcii.

$$(P/D)_H = \frac{P_A}{D_A} \quad V_0 = (P/D)_H * D_1$$

D_1 očekávaná výše dividend na jednu akcii v příštím roce,

D_A průměrná historická výše dividend na akcii,

V_0 vnitřní hodnota akcie,

$(P/D)_H$ historický poměr kurz / dividend.

Třetí **model P/BV** porovnává průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší účetní hodnoty na jednu akcii.

$$(P/BV)_H = \frac{P_A}{BV_A} \quad V_0 = (P/BV)_H * BV_1$$

BV_1 očekávaná výše účetní hodnoty na jednu akcii v příštím roce,
 P_A průměrný historický tržní kurz akcie,
 BV_A průměrná historická úroveň účetní hodnoty na jednu akcii,
 V_0 běžná vnitřní hodnota akcie,
 $(P/BV)_H$ historický poměr kurz/účetní hodnota. (VESELÁ, 2011)

Hlavním cílem těchto historických modelů je stanovit, zda aktuální tržní kurz je vyšší než průměrná historická úroveň nebo naopak. Nezahrnují ovšem blízké očekávané změny, které by mohly hodnoty dočasně odchýlit. Metody stanovení vnitřní hodnoty na principu historických modelů jsou používány jako doplňkové modely k modelům založeným na dividendách nebo na zisku společnosti. (POLÁCH a kol, 2012)

Bilanční modely

Při výpočtu vnitřní hodnoty akcie analytici vycházejí ze zveřejněných účetních výkazů příslušné akciové společnosti. Jedná se o metodu, která zpravidla nerespektuje časovou hodnotu peněz. Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie lze použít pět různých bilančních modelů:

- účetní hodnota,
- substanční hodnota,
- likvidační hodnota,
- reprodukční hodnota,
- substituční hodnota.

Tyto bilanční modely se liší svojí vypovídací schopností a postupem výpočtu. Hlavní nevýhoda je, že se oceňují aktiva podle účetních výkazů, nikoliv na základě jejich tržní hodnoty. (VESELÁ, 2011)

1.5.3.3 Finanční analýza

Účelem finanční analýzy je komplexně zhodnotit finanční situaci ve společnosti. Odhaluje, zda je společnost dostatečně zisková, zda má optimální kapitálovou strukturu, zda je schopna platit své závazky včas a celou řadu dalších významných skutečností. Znalost finanční situace následně umožňuje vedení společnosti správně se rozhodovat ve věcech finančních.

Významným hlavním zdrojem dat představují účetní výkazy společnosti – rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash-flow a příloha k účetní závěrce. Spoustu cenných informací lze také čerpat z výročních zpráv. (KNÁPKOVÁ, 2010)

✓ Horizontální analýza

Horizontální analýza se zabývá porovnáním změn položek rozvahy v časové posloupnosti. V případě dostatečně dlouhé časové řady sledovaných položek, lze předpovídat ze změn v minulosti možný vývoj v budoucnosti.

✓ Vertikální analýza

Vertikální analýza představuje procentní rozbor absolutních ukazatelů. Zjišťuje velikost procentních podílů jednotlivých položek rozvahy na celkových aktivech i pasivech. Použití této metody je vhodné při srovnávání údajů v delším časovém horizontu. Za nedostatek lze spatřit to, že neodhaluje příčiny vzniku zjištěných změn, ale pouze je konstatuje.

✓ Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů je nejvíce používanou metodou finanční analýzy. Při analýze jsou pomocí poměrových ukazatelů zkoumány jednotlivé oblasti hospodaření společnosti.

Členění poměrových ukazatelů lze rozdělit do následujících základních skupin:

- ukazatele rentability,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele tržní hodnoty podniku. (MUSÍLEK, 2011)

Potřebné výpočty finanční analýzy budou provedeny na základě vzorců uvedených v literatuře (MAŘÍK, 2011) a (KNÁPKOVÁ, 2010).

2 Fundamentální analýza vybraného akciového titulu

2.1 Základní informace o společnosti

V rámci privatizačního procesu československé ekonomiky v roce 1992 získala společnost Philip Morris Companies Inc. většinový podíl ve společnosti Tabák, a.s., která se později přejmenovala na Philip Morris ČR a.s. (dále jen Philip Morris). Philip Morris patří do skupiny Philip Morris International a zároveň vlastní 99 % obchodní podíl ve slovenské dceřiné společnosti Philip Morris Slovakia s.r.o., která je registrovaná ve Slovenské republice. Jediným subjektem vlastní více než 20 % podílu základního kapitálu společnosti je Philip Morris Holland, která vlastní 77,6 % základního kapitálu. V současné době je generálním ředitelem společnosti András Tövisi.

V uplynulých dvaceti letech si společnost vybudovala konkurenceschopné postavení na liberalizovaném domácím i mezinárodním trhu. Její provoz je neustále modernizován a rozšiřován. Během roku 2008 až 2010 investovala společnost do modernizace 750 mil. korun. Tato investice umožnila navýšení kapacity továrny. V roce 1992 byla roční kapacita 6,5 miliard cigaret, v roce 2011 již 40 miliard kusů cigaret ročně. Sídlo společnosti je v Kutné Hoře. Zaměstnává více než 1 200 pracovníků a stává se tak jedním z největších zaměstnavatelů ve Středočeském kraji. (Philip Morris, 2013c)

V současné době je společnost Philip Morris přední výrobce a prodejce tabákových výrobků v ČR. Základní kapitál společnosti činní 2 745 386 kusů akcií v nominální hodnotě 1 000 Kč. Je splacen v plné výši. Akcie společnosti jsou přijaty k obchodování na trhu organizovaném Burzou cenných papírů Praha, a.s. a také společností RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. (Philip Morris, 2013d)

Jedním ze základních cílů společnosti je dbát na sociální zodpovědnost, a to jak na lokální, tak i na globální úrovni. Společnost podporuje uzákonění a prosazování zákonů, které stanoví minimální věk pro nákup tabákových výrobků. Úzce spolupracuje s maloobchodníky a dalšími partnery na zavádění programů prevence proti kouření.

Zavádí programy, které snižují dopad činnosti na životní prostředí, produkují méně odpadu a snižují emise skleníkových plynů. Společnost také spolupracuje na řešení problémů dětské práce, zejména v oblasti pěstování tabáku. Pravidelně podporuje charitativní projekty a programy po celé ČR. (Philip Morris, 2013c)

Philip Morris patří již tradičně v průběhu několika minulých let k nejštědřejším společnostem, které na pražské burze pravidelně vyplácejí dividendu. Může za to silná pozice na trhu, nízké zadlužení, investiční výdaje a stabilní přísun peněžních prostředků, jelikož společnost působí v již zmiňovaném neutrálním prostředí, kdy poptávka po tabákových výrobcích v jakékoli fázi hospodářského cyklu zůstává téměř neměnná. (Dividenda.cz, 2011)



Obrázek 3: Logo společnosti (převzato z Philip Morris, 2013d)

Produktové portfolio

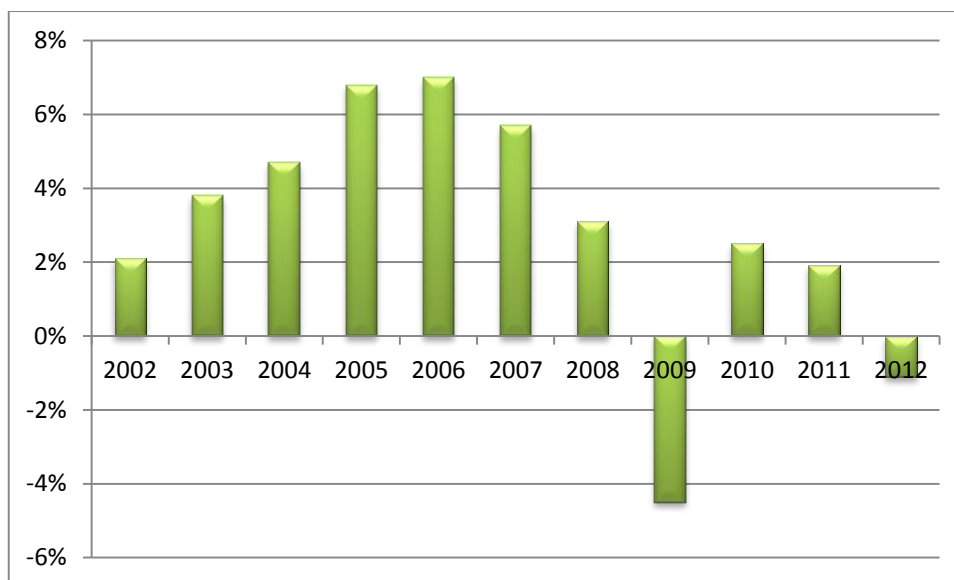
Společnost se zaměřuje pouze na zákazníky starší 18 let. V současné době může zákazníkům na českém trhu nabídnout mnoho produktů. V ČR nabízí 9 cigaretových značek, 78 variant cigaret a 3 varianty sypaného tabáku pro ruční výrobu cigaret. Mezi nejznámější značky patří Marlboro, L&M, Red & White, Sparta, Petra či Philip Morris. (Philip Morris, 2013d)

2.2 Globální fundamentální analýza

2.2.1 Vývoj reálného výstupu ekonomiky

Ekonomika České republiky neustále rostla, v roce 2006 byl meziroční reálný růst HDP 7,0 %. Zlom nastal po vzniku finanční krize, která nejprve postihla USA a následně se

rozšířila do Evropy. Hospodářský růst v ČR začal zpomalovat a v roce 2009 došlo k výraznému poklesu o 4,5 %. Hlavním důvodem byl propad průmyslu a zahraniční poptávky, především velmi silná recese v Německu. (ČNB, 2010)



Graf 1: Vývoj růstu HDP (vlastní zpracování dle ČSÚ, 2013)

Vývoj české ekonomiky v roce 2012 byl charakterizován poklesem HPD. Z mírného meziročního snížení prvního čtvrtletí o 0,4 % se v dalších čtvrtletích pokles postupně prohluboval až po -1,7 % v posledním čtvrtletí 2012. Hlavní příčinou tohoto nepříznivého vývoje byla klesající tuzemská poptávka domácností po zboží a službách a investorů po fixním kapitálu. Ekonomika se nacházela v recesi, HDP kleslo o 1,1 %. (ČSÚ, 2013)

Tabulka 1: Meziroční růst HDP v ČR (upraveno dle ČSÚ, 2013 a Ministerstvo financí, 2012)

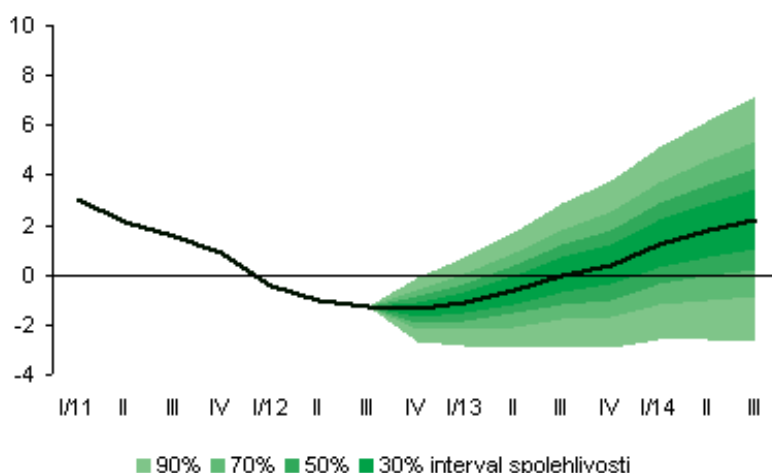
Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 predikce	2014 predikce
HDP %	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,9	-1,1	0,0	1,9

Tabulka 2: HDP na 1 obyvatele (upraveno dle ČSÚ, 2013)

Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
HDP/obyv (Kč)	263 497	286 979	304 478	326 553	354 808	368 986	358 288	361 268	365 961

Podle předpovědi analytiků by v letošním roce měla česká ekonomika stagnovat kolem nuly, v druhé polovině roku by již mělo docházet k postupnému růstu ekonomiky a výraznější oživení lze očekávat v roce 2014, kdy česká ekonomika má průměrně vzrůst o 1,9 %. (Ministerstvo financí, 2012b)

Vějířový graf České národní banky zachycuje nejistotu budoucího vývoje sezónně očištěného růstu HDP. Nejtmavší pásma kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s pravděpodobností 30 %. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %. (ČNB, 2013a)



Graf 2: Mezičtvrtletní růst reálného HDP (převzato z ČNB, 2013a)

2.2.2 Fiskální politika

Stav veřejných financí je jedním ze zásadních problémů české ekonomiky. Vysoké rozpočtové deficity snižují množství úspor v ekonomice a tím omezují možnosti dalších investic. Hospodaření státu skončilo v roce 2012 deficitem ve výši 101 mld. Kč. Schodek byl proti očekávání schváleného rozpočtu o 4 mld. Kč nižší. Potvrdil tak tendenci k postupné redukci deficitů započatou v roce 2010, kdy se vláda rozhodla zavádět mnoho reforem, např. v oblasti daní, zdravotnictví, penzijního systému a sociálních transferů. (ČSÚ, 2013)

Deficit je také problematický z hlediska maastrichtských konvergenčních kritérií, která musí ČR splnit pro přijetí jednotné evropské měny euro. Podle těchto kritérií by neměla

výše deficitu překročit 3 % HDP, v posledních letech se ovšem pohyboval nad úrovní limitu.

Tabulka 3: Zadluženost ČR (upraveno dle ČSÚ, 2013)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Státní dluh (mld. Kč)	691,2	802,5	892,3	999,8	1 178,2	1 344,1	1 499,4
Státní dluh/HDP (%)	22,2	23,9	24,4	26,0	31,3	35,4	39,0

Z tabulky 3 vyplývá, že státní dluh České republiky neustále roste. V roce 2011 byl dluh 1, 499 bilionu korun a dle předběžných informací v loňském roce se státní dluh navýší ještě o 153 mld. Kč.

2.2.3 Peněžní nabídka

V minulém roce charakterizovala měnové podmínky téměř nulová cena peněz, která však nepodnítila vyšší půjčky vzhledem k nejisté situaci pro firemní sektor a malé důvěřivosti spotřebitelů. Centrální banka usiluje o podporu růstu rychlejším růstem peněžní zásoby ve srovnání se stagnací růstu nominálního HDP.

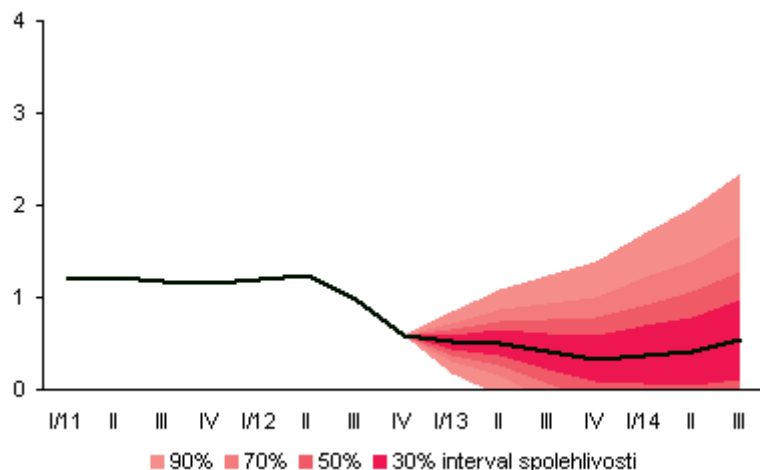
V následující tabulce 4 je ukázán vývoj změn peněžních agregátů M1, M2 a M3 v %. Je patrné, že po nástupu ekonomické recese nastal výrazný propad všech agregátů. Agregát M2, který je považován za nejvýznamnější, se propadl téměř k nule. Podobný vývoj nastal i u peněžního agregátu M3. Tempo růstu se v posledních dvou letech opět postupně zvyšuje.

Tabulka 4: Změna peněžních agregátů v % (upraveno dle ČSÚ, 2013)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
M1	13,4	14,7	15,7	9,7	6,1	7,8	6,0	8,9
M2	10,7	14,6	17,0	14,0	0,8	0,3	3,7	4,8
M3	11,1	13,8	16,7	13,1	0,4	0,0	3,1	5,2

Roční míra růstu úvěrů poskytnutých soukromému sektoru, které představují nejvýznamnější protipoložku M3, dosáhla na začátku tohoto roku výše 3,6 %. Během

posledních měsíců je také evidován pokles hodnot ročních měr růstu úvěrů domácností z 6,5 % v roce 2012 na 4,3 % v lednu 2013. U nefinančních podniků se jednalo o změnu z hodnoty 6,1 % na 2,5 %. (ČNB, 2013b)



Graf 3: Vývoj úrokových sazeb 3M Pribor (převzato z ČNB, 2013a)

2.2.4 Úrokové sazby

Úrokové sazby jsou jedním z nástrojů monetární politiky ČNB. Ta stanovuje standardně tři typy úrokových sazeb – dvoutýdenní reposazbu, diskontní sazbu a lombardní sazbu. Hlavním měnovým nástrojem je repo sazba, kterou ovlivňuje množství peněz v ekonomice. Banka stahuje měnu z oběhu prodejem svých cenných papírů a naopak. Stanovená sazby slouží jako maximální limitní sazba. Lombardní sazba je procentuální sazba, za kterou si obchodní banky mohou půjčit u centrální banky peníze oproti zástavě cenných papírů. Diskontní sazba umožňuje bankám uložit u centrální banky svoji přebytečnou likviditu.

V době recese má centrální banka tendenci ke snižování úrokových sazeb, čímž se snaží oživit ekonomiku. Na akciovém trhu dojde vzhledem k nízkým úrokovým sazbám k navýšení poptávky po akciích a tím porostou i ceny akcií. Rada ČNB se rozhodla v loňském roce snížit 2T repo sazbu o 20 bazických bodů, dosáhla tím rekordní minimum na úrovni 0,05 %. Také lombardní a diskontní sazba byla snížena. Podle odborníků lze předpokládat, že tyto sazby se v blízké budoucnosti nebudou zvyšovat.

Česká republika tak má jedny z nejnižších sazeb v regionu. Základní sazba Evropské centrální banky, která platí pro všechny země eurozóny, je 0,75 %. (Finance.cz, 2012)

Tabulka 5: Stav úrokových sazeb (upraveno dle ČNB, 2013c)

Platnost od:	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné min. rezervy (%)
17.12.2009	1,00	0,25	2,00	2,00
7.5.2010	0,75	0,25	1,75	2,00
29.6.2012	0,50	0,25	1,50	2,00
1.10.2012	0,25	0,10	0,75	2,00
2.11.2012	0,05	0,05	0,25	2,00

2.2.5 Inlace

Inlace je všeobecný růst cenové hladiny v ekonomice, přičemž nejčastěji se měří indexem spotřebitelských cen. V tomto indexu se porovnávají ceny vybraných výrobků a služeb (tzv. spotřebních košů) a přisoudí se jim podíl podle toho, v jaké míře se podílí na celkové spotřebě domácností. Porovnáním hodnoty tohoto indexu v různých obdobích se získá míra inflace, která má za následek pokles kupní síly peněz. Za stejnou částku lze koupit méně zboží a služeb. Do spotřebního koše se řadí potravinářské zboží, nepotravinářské zboží a služby. (Peníze.cz, 2010)

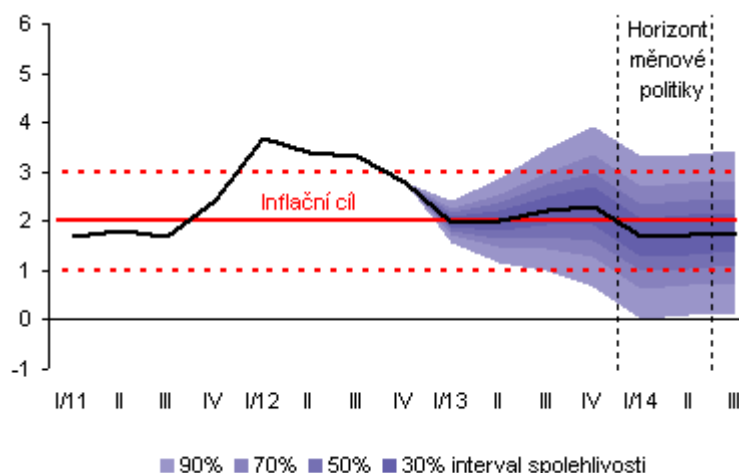
Jelikož při inflaci dochází k poklesu kupní síly peněz, jedná se o nežádoucí jev v ekonomice. ČNB začala od roku 1998 používat režim cílování inflace. Inflační cíl je stanoven od ledna roku 2010 až do přistoupení ČR k eurozóně ve výši 2 % míry inflace s možnou odchylkou $\pm 1\%$. (ČSÚ, 2013c)

Tabulka 6: Vývoj inflace (upraveno dle ČSÚ, 2013c)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Inlace (%)	1,9	2,5	2,8	6,3	1,00	1,5	1,9	3,3

V roce 2008 inflace prudce vzrostla a dosáhla svého maxima, viz tabulka 6. Byla to reakce zejména na úpravu daňového systému, zvýšení cen potravin, deregulaci nájemného a mnoho dalších dílčích aspektů. V letošním roce ČNB předpokládá růst

inflace na hodnotu kolem 2,1 %. Z následujícího grafu 4 lze vypožorovat, že pod vytyčený inflační cíl by se měla ekonomika dostat na přelomu let 2013 a 2014. Nejtmavší pásma kolem středu odpovídá vývoji s pravděpodobností 30 %.



Graf 4: Vývoj inflace v % (převzato z ČNB, 2013a)

2.2.6 Pohyb zahraničního kapitálu

Mnoho let ČR patřila a stále patří k vyhledávaným evropským teritoriím pro investory. I přes současné problémy v EU zahraniční investoři nadále vkládají své peníze do dalších investičních projektů. Celkový počet těchto nových investičních projektů je dokonce vyšší než v předkrizových letech. I přesto, že investiční atraktivita v posledních letech v ČR mírně klesá, atraktivita ČR se stále drží na horních příčkách atraktivních zemí pro investory. Nové investice přinesou do ČR přes 26 mld. Kč a vytvoří více než 12 tisíc nových pracovních míst. (BusinessInfo.cz, 2012)

V objemu investic a v počtu nově vytvořených pracovních míst tradičně vládne automobilový průmysl. Zvyšují se ale i počty tzv. službových projektů (informační technologie a centra sdílených služeb) a projektů technologických center. Při výběru lokality nejčastěji mezi investory rozhodují faktory jako je infrastruktura, logisticky vhodná poloha, nižší pracovní náklady a dostupnost kvalifikované pracovní síly. (BusinessInfo.cz, 2013)

Následující tabulka 7 shrnuje nejdůležitější poznatky z vypracované makroekonomické analýzy, respektive vztah mezi těmito faktory a akciovými kurzy. Ideální situace by nastala, pokud by všechny faktory měly pozitivní vliv a nepochybně by vypovídaly pro růst akciových kurzů. Taková situace však nastává pouze výjimečně. V současné době se makroekonomické faktory nacházejí spíše na opačné straně a na akciový kurz mají negativní vliv.

Tabulka 7: Faktory ovlivňující akciové kurzy (vlastní zpracování)

	Pozitivní vliv	Negativní vliv
Pokles reálného výstupu ekonomiky		√
Růst deficitu státního rozpočtu		√
Růst peněžní nabídky	√	
Snížení úrokových sazeb	√	
Růst inflace		√
Příliv zahraničního kapitálu	√	
Zvýšení daní		√
Politická nestabilita		√

2.3 Odvětvová fundamentální analýza

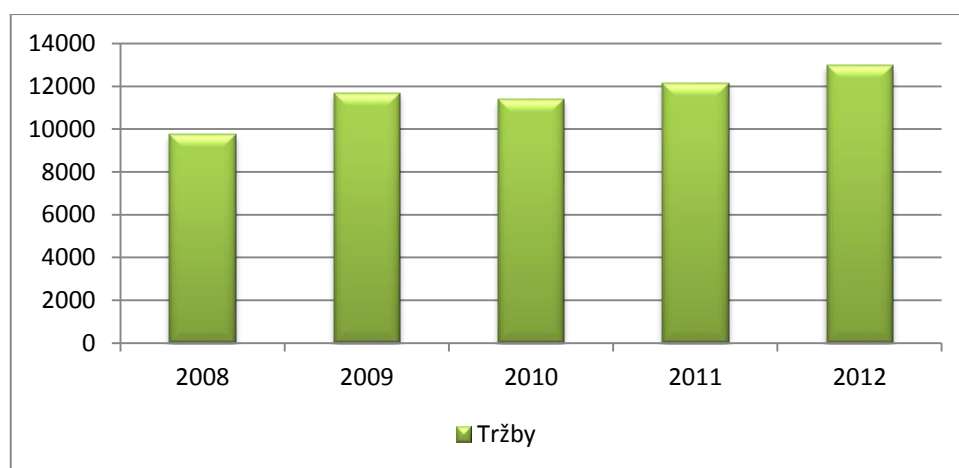
2.3.1 Životní cyklus odvětví

Odvětví tabákového průmyslu lze zařadit do poslední fáze životního cyklu, tj. do stabilizační fáze. Pro tuto fázi je charakteristické, že zisky společností by měly být poměrně stabilní. Trh s tabákovými výrobky je v ČR ovládán pouze několika společnostmi. V odvětví již několik let stabilně působí tyto čtyři společnosti:

- Philip Morris ČR,
- British American Tobacco,
- Imperial Tobacco,
- Japan Tobacco International.

Philip Morris má v současné době na českém trhu vybudováno velmi silné postavení, kdy ovládá téměř polovinu českého trhu. Tržní podíl ale v posledních letech pravidelně klesá. (Gecokatalog.cz, 2013)

Společnost Philip Morris vykazuje za posledních pět let stabilní tržby i zisk. Tržby bez DPH a spotřební daně se v roce 2012 oproti minulému období zvýšily o 6,6 % na 12,963 mld. Kč. Zejména z důvodu vyššího objemu vývozu jiným společnostem ve skupině PMI, příznivého vývoje cen v ČR a také příznivého vývoje měnového kurzu. Nárůst tržeb byl částečně eliminován nižším objemem prodeje a mírou zastoupení jednotlivých značek v prodeji v ČR a na Slovensku. Čistý zisk klesl o 3,9 % na 2,4 mld. Kč. (Philip Morris, 2013c)



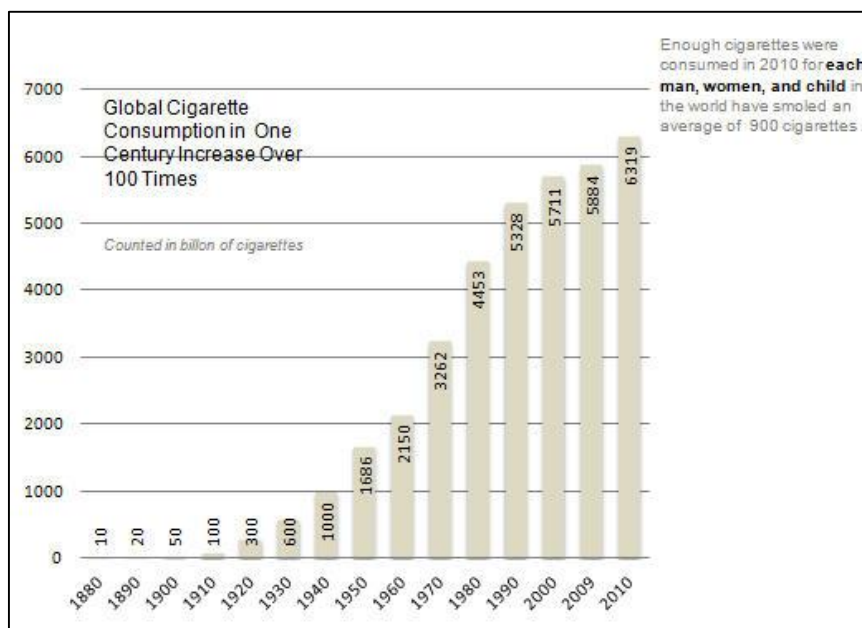
Graf 5: Vývoj tržeb v mil. Kč (vlastní zpracování dle Philip Morris, 2013e)

Jelikož se společnost Philip Morris nachází ve stabilizační fázi, snaží se o pravidelnou inovaci svých výrobků, které jí pomohou zvýšit atraktivnost a prodejnost vyráběných značek. Již několikrát za dobu své existence změnila design cigaretových krabiček, neustále se zaměřuje na zlepšení chuti tabáku, nabízí různě ochucené cigarety a také začala používat nový druh filtru, který by měl výrazně omezit škodlivost tabákových výrobků. Snaží se vyvinout takové výrobky, které výrazně omezí riziko onemocnění související s pravidelným kouřením.

2.3.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Veškeré tabákové výrobky jsou velmi návykové. Z tohoto důvodu je možné odvětví výroby tabákových výrobků zařadit mezi odvětví neutrální vzhledem k hospodářskému

cyklu. U těchto neutrálních odvětví lze předpokládat, že nehrozí nějaký nečekaný výkyv vzhledem ke změně hospodářského cyklu. Spotřebitelé si budou tabákové výrobky kupovat ve stejné míře jak v období expanze, tak i recese. Snížení jejich disponibilních příjmů povede pouze k tomu, že se zaměří na levnější, méně kvalitní značky. Na následujícím obrázku je znázorněna celosvětová spotřeba cigaret, kdy je možné zpozorovat mnohonásobné navýšení spotřeby cigaret od roku 1880.



Obrázek 4: Celosvětová spotřeba cigaret v mld. kusů (převzato z The Tobacco Atlas, 2011)

2.3.3 Tržní struktura

Na českém trhu působí pouze čtyři nejvýznamnější výrobci tabákových výrobků – Philip Morris, British American Tobacco, Imperial Tobacco a Japan Tobacco International. Tyto společnosti lze zařadit do oligopolního tržního odvětví. Podle průzkumu ACNielsen Czech Republic s.r.o. poklesl podíl společnosti Philip Morris na tržním podílu v porovnání s předchozím rokem o 1,2 %. Celkový tržní podíl tak v ČR v roce 2012 činil 50,7 %. Ztráta byla způsobena především odlivem spotřebitelů k levnějším značkám, které vyrábí spíše její konkurence. Tyto společnosti naopak zaznamenávají nárůst tržního podílu a kontrolují téměř celý zbytek trhu. I přes tyto skutečnosti, pozice společnosti Philip Morris se dá stále označit za dominantní na českém trhu.

Celkový trh cigaret v ČR klesl v roce 2012 o 2,8 % na 20,5 mld. kusů cigaret. Nepříznivý vývoj byl způsoben především v důsledku zvýšení cen v návaznosti na zvýšení spotřební daně a v důsledku pokračujícího trendu v nárůstu segmentu jemně řezaného tabáku s nižším daňovým zatížením. Zvýšení spotřební daně se promítlo v prodejních cenách v první polovině roku. Co se týká objemu domácího odbytu společnosti Philip Morris, snížil se v porovnání s předchozím rokem o 7,5 % na 8,6 mld. kusů cigaret. Snížení bylo způsobeno poklesem celkového trhu a výše zmiňovaným nižším tržním podílem. (Philip Morris, 2013d)

Cigarety jsou na českém trhu distribuovány především přes novinové trafiky, specializované tabákové prodejny, dále také přes hypermarkety a supermarkety a přes maloobchodní prodejce a bary. Cigaretové zboží si lze také objednat přes internet, ovšem tento způsob prodeje zaujímá pouze minimální podíl v distribuci na českém trhu. Veškeré prodejny nesmí prodávat tabákové zboží osobám mladším 18 let.

2.3.4 Role regulatorních orgánů

Tabákové odvětví musí být ze strany státních orgánů regulováno, neboť se jedná o návykové látky. Stát uvaluje na návykové látky spotřební daň a daň z přidané hodnoty. V roce 2012 došlo k navýšení spotřební daně, které přineslo u cigaret zvýšení o 5 haléřů na kus. Podle Ministerstva financí ČR se nepovedl vyšší výběr i vlivem dlouhodobě klesající spotřeby cigaret. Významně se zvýšení sazby projevilo až na konci minulého roku, kdy se výrobci snažili předzásobit kvůli změně daňové sazby DPH, která se zvýšila od roku 2013 o 1 % na 21 %. Další změna v sazbě spotřební daně je plánována k 1. lednu 2014, přičemž zvýšení se bude odrážet od aktuálního kurzu eura vůči české měně. Je ovšem otázkou, zda zvyšování těchto sazeb nepovede spíše k rozvoji nelegálního trhu.

Koncem loňského roku předložila Evropská komise návrh na revizi směrnice, která reguluje výrobu a prodej tabákových výrobků. Chce zavést na každé krabičce zdravotní varování, které bude obsahovat i varovné obrázky. Navíc plánují také zavést jednotná balení a počítají se zákazem výroby ochucených tabákových výrobků, které podněcují ke kouření zejména mladistvé. (EurActiv, 2013)

Dalším způsobem regulace je zákaz reklamy propagující tabákové výrobky. Podle zákona č. 40/1995 Sb., o regulaci reklamy výrobci nesmí např. být uvedeni jako sponzoři různých společenských akcí, nesmí rozdávat bezplatné vzorky tabákových výrobků. Naopak reklama je povolena pouze v místě prodeje a v periodických publikacích určených pro odborníky z tabákových odvětví.

Od 1. 7. 2010 také vstoupila v platnost novela protikuřáckého zákona, která upravuje podmínky kouření v restauracích. Provozovatelé restaurací musí označit místa, která informují zákazníky o tom, zda se jedná o prostory pro kuřáky nebo nekuřáky. Zákaz kouření v ČR platí také pro všechna veřejná místa (např. autobusové zastávky, školy, veřejné budovy).

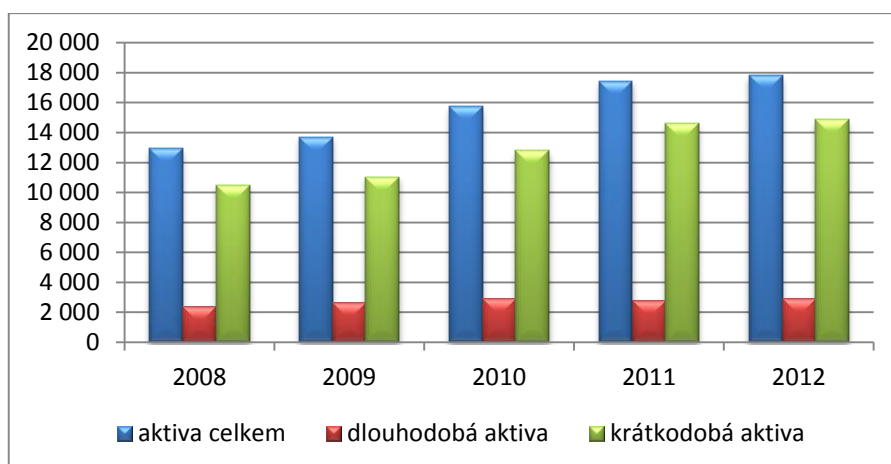
2.4 Firemní fundamentální analýza

2.4.1 Finanční analýza společnosti

V rámci fundamentální analýzy se také sestavuje finanční analýza společnosti. Jako zdroj dat pro zhodnocení finančního zdraví společnosti byly použity konsolidované účetní závěrky zveřejněné ve výročních zprávách společnosti Philip Morris za období 2008 – 2012. Konsolidované účetní závěrky daného období jsou obsaženy v přílohách.

Aktiva

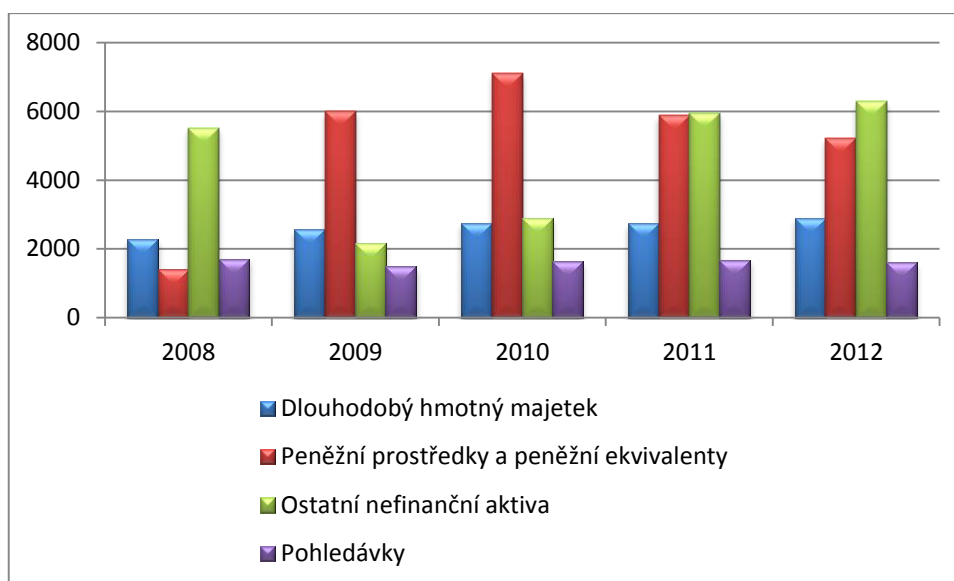
Stejně jako ostatní tabákové společnosti má Philip Morris značný podíl krátkodobých aktiv. Značný rozdíl mezi krátkodobými a dlouhodobými aktivy vyplývá z odvětví výroby tabákových výrobků, kde společnost spotřebuje velké množství surovin. Naopak dlouhodobý majetek společnost příliš nevyužívá a snaží se ho minimalizovat.



Graf 6: Vývoj celkových aktiv v mil. Kč (vlastní zpracování)

Z grafu 6 je patrné, že struktura celkových aktiv za posledních pět let má rostoucí tendenci. Hodnota těchto aktiv stoupla v roce 2012 oproti roku předcházejícímu o 378 mil. Kč (přibližně nárůst o 2,3 %). Značný podíl na celkových aktivech mají krátkodobá aktiva, což je způsobeno výrobní činností společnosti. Výrazný podíl také v loňském roce tvořily zásoby, jelikož se společnost snažila předzásobit v důsledku plánovaného zvýšení sazby DPH.

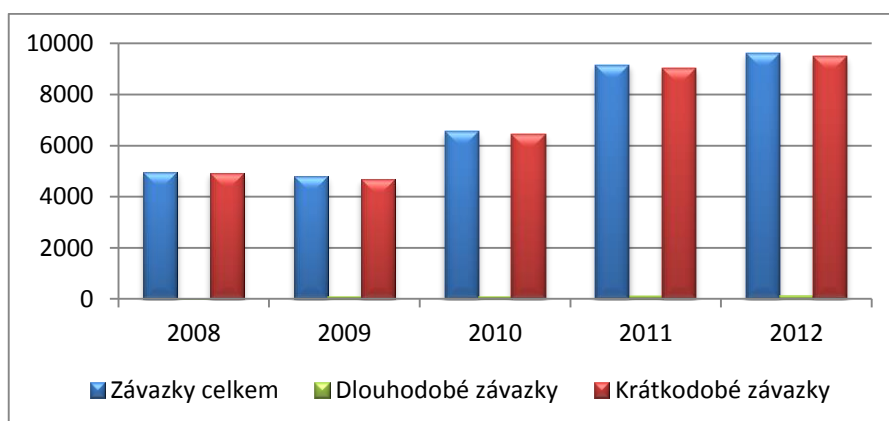
Během let 2005 - 2007 prodávala společnost nepotřebné budovy, pozemky a zařízení, což se projevilo ve snížení celkové hodnoty dlouhodobého majetku. Za sledované období se hodnota dlouhodobého majetku zahrnující budovy, pozemky a zařízení mírně zvyšuje. Velmi významnou položku aktiv tvoří peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty, kdy společnost dokázala shromáždit velké množství finančních prostředků během sledovaného období. V roce 2010 se jednalo o více než pětinasobek původní hodnoty roku 2008, což lze sledovat v následujícím grafu 7. I když se tato hodnota během posledních dvou let mírně snížila, zůstává stále na vysoké úrovni. Za poměrně nestabilní lze označit položku nefinančních aktiv, kdy v roce 2009 došlo k výraznému propadu. V roce 2011 došlo k opětovnému navýšení této hodnoty na původní úroveň, kde se i v loňském roce mírně zvyšovala. Pohledávky za posledních pět let oscilovaly kolem stejné hodnoty.



Graf 7: Vybraná významná aktiva v mil. Kč (vlastní zpracování)

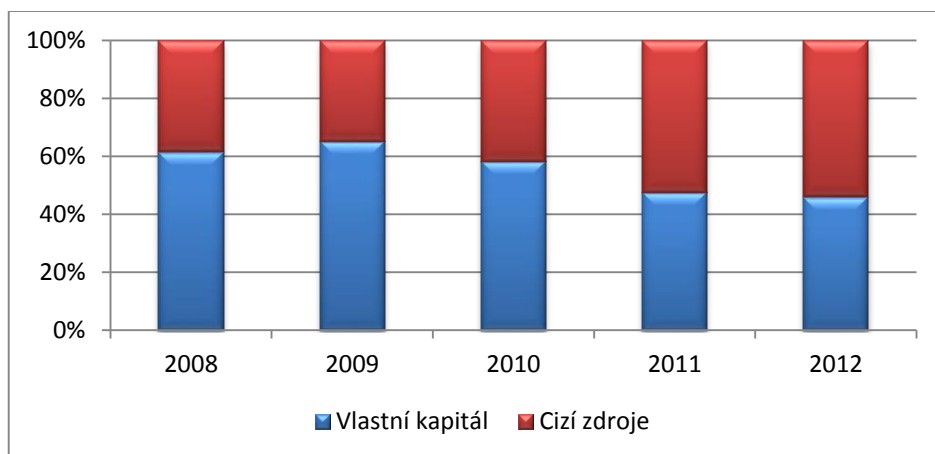
Pasiva

Stejně jako celková aktiva mají i celkové závazky během posledních pěti let rostoucí tendenci, přičemž dlouhodobé závazky mají velmi malý podíl na celkových závazcích. Dochází spíše k jejich stagnaci. Naopak krátkodobé závazky se během posledních pěti let téměř zdvojnásobily.



Graf 8: Závazky společnosti v mil. Kč (vlastní zpracování)

Vlastní kapitál se na celkových pasivech podílel do roku 2009 nadpoloviční částí, kdy tvořil téměř 65 % veškerých zdrojů společnosti. Cizí zdroje jsou v posledních letech nejvíce ovlivněny především rychlým růstem krátkodobých závazků, které mají velký vliv na daňové závazky. Zejména na platbu spotřební daně a daň z přidané hodnoty.



Graf 9: Poměr vlastního a cizího kapitálu (vlastní zpracování)

Ukazatele rentability

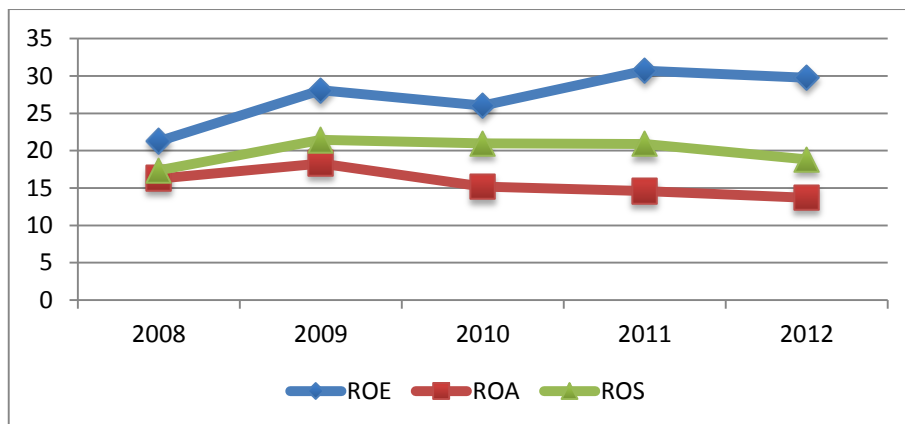
Zejména pro investory, ale také vlastníky, je rentabilita vlastního kapitálu jedním z klíčových ukazatelů při rozhodování, zda investovat do dané společnosti či nikoliv. Zpravidla požadují vyšší výnosnost, než kdyby vložili svůj kapitál se srovnatelným rizikem do jiné alternativní investice. U rentability vlastního kapitálu by mělo platit pravidlo, že jeho hodnota by měla být vyšší než vlastníkem požadovaná návratnost. Nejvíce investoři obdrželi v roce 2011, kdy z jedné investované koruny vydělali 0,3072 Kč.

Tabulka 8: Ukazatel rentability (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012	Doporučená hodnota
rentabilita vlast. kapitálu (ROE)	21,29%	28,09%	26,04%	30,72%	29,78%	> vlastníkem požadovaná návratnost
rentabilita aktiv (ROA)	16,27%	18,28%	15,18%	14,58%	13,70%	> 10 %
rentabilita tržeb (ROS)	17,37%	21,44%	20,96%	20,90%	18,83%	> 6 %

Rentabilita aktiv vykazuje ve všech sledovaných letech kladnou hodnotu. Z těchto výsledků lze konstatovat, že se jedná o prosperující společnost, která se pohybuje v zisku. Rentabilita vlastního kapitálu je vyšší než rentabilita aktiv ($ROE > ROA$), což značí pozitivní vliv finanční páky. Společnost tedy vydělává na používání cizího kapitálu. Výsledná hodnota rentability tržeb v roce 2010 a 2011 se pohybovala přibližně

kolem 21 %, což je výborný výsledek. Za celé sledované období všechny posuzované hodnoty splňují doporučené hodnoty. V posledním roce sice mírně poklesly, ale stále vykazují pozitivní a příznivý vývoj.



Graf 10: Vývoj rentability (vlastní zpracování)

Ukazatele zadluženosti

Celková zadluženost společnosti Philip Morris je v ideálním poměru cizího a vlastního kapitálu, který je zhruba 50 : 50. Je zřejmé, že společnost je z větší části financována kapitálem akcionářů. Koeficient samofinancování je opačný ukazatel k celkové zadluženosti a v posledních letech vychází přibližně v doporučené hodnotě. V případě potřeby by společnost neměla mít problém získat dodatečné cizí zdroje. Z tabulky 9 je ale možné pozorovat určitý rostoucí trend celkové zadluženosti. Hodnoty jsou prozatím stále ještě v doporučovaných hodnotách, pokud by ovšem tento trend pokračoval, mohlo by to společnosti způsobit potíže.

Tabulka 9: Ukazatel zadluženosti (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012	Doporučená hodnota
celková zadluženost	38,43%	34,90%	41,70%	52,56%	54,01%	50 : 50 (60 : 40)
koef. samofinancování	0,7641	0,651	0,583	0,4744	0,4599	0,5

Ukazatele likvidity

Běžná likvidita uvádí, kolikrát je společnost schopna uspokojit své věřitele, kdyby se proměnila veškerá oběžná aktiva v daném okamžiku na hotovost. Nejlepšího výsledku dosáhla společnost v roce 2009, kdy se běžná likvidita dostala na hodnotu 2,36. Od tohoto roku ale daný ukazatel neustále klesá. Stejný průběh je zaznamenán i u pohotové likvidity, která má také klesající tendenci. Ukazatel je zatím ale stále vyšší než doporučená hodnota. Lze tedy konstatovat, že v současné době se likvidita společnosti Philip Morris stále nachází ve standartním pásmu a nemá problémy s likviditou.

Tabulka 10: Ukazatel likvidity (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012	Doporučená hodnota
běžná likvidita	2,13	2,36	1,98	1,62	1,57	1,5 - 2,5
pohotová likvidita	1,75	2,08	1,8	1,47	1,38	> 1

Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele poskytují informace o tom, jak efektivně hospodaří s aktivy a jak dlouho v nich má vázány finanční prostředky. Ukazatel obratu celkových aktiv by se měl pohybovat v rozmezí 1,6 – 3. Jak lze zpozorovat z následující tabulky 11 tento ukazatel má klesající tendenci, s výjimkou posledního roku. Jeho výše však stále nedosahuje doporučené hodnoty a nachází se za sledované období pod hranicí rozmezí. To by mohlo znamenat, že společnost má přebytek majetku a nedokáže s ním efektivně hospodařit. Obrat zásob by měl být co nejvyšší a naopak doba obratu zásob by měla být co nejnižší. Společnosti Philip Morris se daří snižovat dobu obratu zásob, pouze v roce 2012 analyzovaná hodnota vzrostla. Tato skutečnost ovšem mohla být ovlivněna již zmiňovaným plánovaným předzásobením.

Tabulka 11: Ukazatel aktivity (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
obrat celkových aktiv	0,94	0,85	0,72	0,7	0,73
obrat zásob	5,19	8,77	9,75	9,37	7,3
doba obratu zásob (dny)	69,31	41,05	36,91	38,41	49,29

Ukazatele tržní hodnoty

Výše čistého zisku na akcii udává hodnotu, která by mohla být vyplacena akcionářům ve formě dividend, pokud by společnost neuvažovala o reinvestici. Ukazatel dosáhl nejvyšší hodnoty v roce 2011. V loňském roce klesl z důvodu snížení zisku společnosti, kdy se společnost snažila předzásobit kvůli očekávanému zvýšení daňového zatížení v letošním roce. V roce 2010 byla vyplacena oproti předchozím rokům mimořádně vysoká hodnota dividendy ve výši 1260 Kč, přestože zisk na akcii byl jen 870 Kč. Zbývající částka byla vyplacena z nerozdělených zisků minulých let. Podle vedení společnosti se v nejbližší budoucnosti nebude opakovat. (Dividenda.cz, 2011)

Tabulka 12: Ukazatel tržní hodnoty (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
čistý zisk na akcii	616,67	912,8	870,55	925,55	889,13
dividenda na akcii	560	780	1260	920	900
dividendový výplatní poměr	0,91	0,85	1,45	0,99	1,01
ukazatel dividendového krytí	1,1	1,17	0,69	1,01	0,99

Na základě finanční analýzy lze považovat Philip Morris za finančně stabilní a z dlouhodobého hlediska prosperující společnost, která by v nejbližších letech neměla mít žádné vážnější finanční problémy. Mezi velmi významné silné stránky společnosti bezesporu patří nadprůměrná rentabilita, nízká zadluženost a také její likvidita. Je platebně schopná a pravidelně vyplácí svým akcionářům dividendy.

3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Cílem této kapitoly je stanovit vnitřní hodnotu akcie společnosti Philip Morris, která je obchodována na trhu Standard Burzy cenných papírů Praha, a.s. Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie bude využit dividendový diskontní model, ziskové modely, model Free Cash Flow to Equite a historické modely. Následně bude na základě porovnání stanovené vnitřní hodnoty akcie s tržním kurzem učiněno investiční doporučení na nákup nebo prodej akciového titulu.

3.1 Vstupní data pro analýzu

V průběhu předcházejících pěti let nedošlo k žádným změnám v základním kapitálu a počtu či druhu akcií. Členění základního kapitálu je následujícím způsobem:

- Neregistrované kmenové listinné akcie na jméno v počtu 831 688 ks.
- Registrované kmenové zaknihované akcie na jméno v počtu 1 913 698 ks.

Nominální hodnota akcie je 1 000 Kč a všem přísluší stejná práva. 77,6 % z celkového počtu akcií drží společnost Philip Morris Holland Holdings B.V. Identifikační označení akcií podle mezinárodního systému číslování je ISIN: CS0008418869. (Philip Morris, 2013d)

Pro zjištění vnitřní hodnoty akcie je potřeba ve všech modelech fundamentální analýzy stanovit potřebné údaje pro výpočet. Mezi nejdůležitější vstupní údaje patří míra růstu dividend, požadovaná výnosová míra a tržní cena akcie. Jsou potřebná pro určení, zda je akcie společnosti nadhodnocená, podhodnocená nebo i správně ohodnocená. Data jsou značně citlivá a musí se brát velmi obezřetně, jelikož by mohly ovlivnit výslednou vnitřní hodnotu velmi významným způsobem. Některá data je třeba dopočítat, jiná se pravidelně uveřejňují ve výročních zprávách společnosti.

3.1.1 Stanovení požadované výnosové míry

Jako první vstupní údaj je třeba stanovit požadovanou výnosovou míru, která bude vypočtena pomocí modelu CAPM. Při výpočtu budou použita data z českého

kapitálového trhu. V první fázi je důležité si v tomto modelu stanovit bezrizikovou výnosovou míru, beta faktor a tržní výnosovou míru.

Za bezrizikovou výnosovou míru je možné použít úrokovou sazbu desetiletých státních dluhopisů, které se běžně v praxi používají. V současné době v měsíci březnu činila jejich úroková sazba 1,35 %. Je možné také použít výnosnost státních pokladničních poukázek, které byly emitované v roce 2012. Aritmetickým průměrem mi vyšla hodnota výnosnosti přibližně 0,607 %. Mezi těmito hodnotami je poměrně značný rozdíl, ve své práci při výpočtech budu používat bezrizikovou výnosovou míru státních dluhopisů, jelikož lze tuto hodnotu dle mého názoru považovat za více odpovídající současné situaci na kapitálovém trhu. Ve výpočtu jsem také zohlednila míru inflace, která má dosahovat pro rok 2013 úrovně 2,1 % dle Ministerstva financí ČR. Nominální bezriziková výnosová míra $r_f = 3,45 \%$. (ČNB, 2013c; Ministerstvo financí, 2013b)

Druhým vstupním údajem je beta faktor, který vyjadřuje míru rizika. Výpočet tohoto faktoru je ovšem značně komplikovaný, proto jsem převzala jeho hodnotu $\beta = 0,79$ ze serveru Damodaran. Jelikož je hodnota beta faktoru menší než jedna, dají se akcie označit jako defenzivní. To znamená, že kurzové pohyby akcií jsou menší než u kapitálového trhu. (Damodaran Online, 2013)

Poslední vstupní veličinou pro výpočet požadované výnosové míry je stanovení tržní výnosové míry. Pro výpočet této veličiny jsem použila zveřejněných hodnot indexu PX za období od roku 2002 do roku 2012.

Tabulka 13: Hodnoty indexu PX (vlastní zpracování dle BCPP, 2013c)

Rok	Index PX k 31.12.	Výnosnost indexu	Rok	Index PX k 31.12.	Výnosnost indexu
2002	460,7	-	2008	858,2	-0,53
2003	659,1	0,43	2009	1117,3	0,30
2004	1032	0,57	2010	1224,8	0,10
2005	1473	0,43	2011	911,1	-0,26
2006	1588,9	0,08	2012	1038,7	0,14
2007	1815,1	0,14			

Geometrickým průměrem jsem získala tržní výnosovou míru r_m , která činí **8,47%**. Z tabulky 13 je patrné, že v roce 2008 a 2011 došlo k výraznému poklesu výnosnosti indexu PX, který zapříčinil vznik hospodářské krize v USA. Ta výrazným způsobem ovlivnila nejen český kapitálový trh, ale veškeré finanční trhy po celém světě.

Získané vstupní veličiny do modelu CAPM:

nominální bezriziková míra $r_f = 3,45 \%$

koeficient beta..... $\beta = 0,79$

tržní výnosová míra $r_m = 8,47 \%$

Dosažením veličin do vzorce modelu CAPM vychází výnosová míra:

$$k = r_f + \beta_t[r_m - r_f] = 3,45 + 0,79 * (8,47 - 3,45) = \mathbf{7,42 \%}$$

3.1.2 Stanovení míry růstu dividend

Jak již bylo řečeno v teoretické části, existuje více způsobů pro výpočet míry růstu dividend a každý způsob má své výhody a nevýhody. Stejně jako v případě výnosové míry se jedná o další vstupní parametr, a proto je důležité stanovit tuto hodnotu co nejpřesněji. Při špatném stanovení by mohla tato veličina velmi výrazným způsobem ovlivnit investiční doporučení.

Společnost Philip Morris pravidelně vyplácí dividendy svým akcionářům, z čehož lze odhadnout předpokládaný růst dividend do budoucna. V následujících výpočtech vycházím z tabulky 14, kde jsou uvedeny vyplacené dividendy společnosti Philip Morris v období 2003 až 2012 a dopočítané meziroční změny mezi těmito dividendy. Na první pohled je zde vidět v jednotlivých letech značná kolísavost mezi vyplacenými dividendy. V roce 2010 byla vyplacena oproti předchozím rokům mimořádně vysoká hodnota dividendy ve výši 1260 Kč, přestože zisk na akcii byl jen 870 Kč. Zbývající částka byla vyplacena z nerozdělených zisků minulých let. Podle vedení společnosti se v nejbližší budoucnosti nebude opakovat. (Dividenda.cz, 2011)

Tabulka 14: Vyplacená dividenda (vlastní zpracování dle Philip Morris, 2013a)

Rok	Dividenda na akcii v Kč	Meziroční změna	Rok	Dividenda na akcii v Kč	Meziroční změna
2002	1 448	-	2008	560	-36,36%
2003	1 575	8,77%	2009	780	39,29%
2004	1 606	1,97%	2010	1 260	61,54%
2005	1 112	-30,76%	2011	920	-26,98%
2006	600	-46,04%	2012	900	-2,17%
2007	880	46,67%			

Nejprve jsem se snažila spočítat historickou míru růstu dividend pomocí několika způsobů:

- Geometrickým průměrem – má lepší vypovídací hodnotu než průměr aritmetický, který je více citlivý na výskyt extrémních hodnot. Geometrický průměr daných hodnot mi ale vyšel záporně, konkrétně – 4,64 %.
- Podílem nejstarší a nejnovější hodnoty dividendy ve sledovaném období:

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1 = \sqrt[9]{\frac{D_{2012}}{D_{2002}}} - 1 = \sqrt[9]{\frac{900}{1448}} - 1 = -0,0514 = -5,14\%$$

Míra růstu vyšla opět záporná a projevilo se zde úskalí této metody. V případě, že se porovnávají dvě hodnoty, z nichž jedna hodnota je extrémní, může dojít ke zkreslení. V roce 2002 byla vyplacena jedna z nejvyšších dividend, která se ale v nejbližší současnosti nedá předpokládat.

- Podílem aktuální a minulé dividendy za poslední dvě vyplacené období:

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1 = \sqrt{\frac{D_{2011}}{D_{2012}}} - 1 = \sqrt{\frac{900}{920}} - 1 = -0,0109 = -1,09 \%$$

U všech zvolených historických způsobů výpočtu vychází míra růstu dividend záporně. Následně jsem zvolila druhý způsob pro stanovení míry růstu dividend, a to pomocí vzorce udržovacího růstového modelu $g = b \cdot \text{ROE}$. Tento model vychází z finančních ukazatelů společnosti. Výpočty jsou znázorněny v následující tabulce 15.

Jelikož míra růstu dividend g vykazuje ve sledovaném období mírnou kolísavost, počítala jsem s průměrnou mírou růstu dividend g . V případě, že bych zprůměrovala hodnoty pouze posledních tří let ve sledovaném období, míra růstu dividend by se rovnala $g = -4\%$. Tato hodnota je ovšem zkreslena z důvodu mimořádné vyplacené dividendy v roce 2010.

Tabulka 15: Průměrná míra růstu dividend (vlastní zpracování, zdroj: Philip Morris, 2013e)

	2008	2009	2010	2011	2012
Dividenda na akcii v Kč (D)	560	780	1260	920	900
Čistý zisk na akcii v Kč (E)	616	913	870	926	889
Výplatní poměr ($p=D/E$)	0,91	0,85	1,45	0,99	1,01
Retention ratio ($b=1-p$)	0,09	0,15	-0,45	0,01	-0,01
ROE	0,213	0,281	0,26	0,307	0,298
g ($ROE \cdot b$)	0,019	0,04	-0,12	0,003	-0,003
Průměrná míra růstu g	-0,0115 = - 1,15%				

Z výše uvedených výpočtů několika způsoby vyplývá, že stanovené hodnoty míry růstu dividend jsou poměrně odlišné a vždy bude záležet na způsobu a preferencích analytika, jaký typ výpočtu si zvolí. V následujících modelech pro stanovení vnitřní hodnoty akcie jsem se rozhodla, že budu počítat s **poklesem dividend o 1,15 %**, který byl vypočítán na základě průměrného udržovacího růstového modelu. Podle mého názoru nejlépe zobrazuje růst dividend, jelikož se opírá o finanční data společnosti.

3.2 Výpočet vnitřní hodnoty akcií

3.2.1 Tržní cena akcie

Na následujícím grafu 11 je znázorněn vývoj kurzu akcií společnosti Philip Morris za posledních pět let. V roce 2008 lze pozorovat výrazný propad, který byl zapříčiněn celosvětovou hospodářskou krizí. Od začátku loňského roku se kurz akcie stále pohybuje mezi 10 až 12 tisíci Kč. K 30.4.2013 byl na BCPP aktuální kurz akcie společnosti Philip Morris **11 170 Kč**. S touto hodnotou budu porovnávat vypočítané vnitřní hodnoty akcie. (BCPP, 2013a)



Graf 11: Vývoj kurzu akcie Philip Morris (převzato z BCPP, 2013a)

3.2.2 Dividendový diskontní model

Jak již bylo uvedeno výše, společnost Philip Morris pravidelně vyplácí v podstatě celý čistý zisk akcie ve formě dividend svým akcionářům. Je tedy zřejmé, že pro výpočet vnitřní hodnoty akcií je vhodné využít některý z dividendových diskontních modelů. V práci se zaměřím na nejčastěji používaný model v praxi tzv. Gordonův model. Jedná se o jednostupňový dividendový model s nekonečnou dobou držby akcie a konstantním růstem dividend. Jelikož se společnost nachází v neutrálním prostředí a podléhá státní regulaci, je pro ni tento model vhodný.

Potřebné vstupní veličiny:

Dividenda za rok 2012900 Kč

Míra růstu dividend..... $g = -1,15 \%$

Očekávaná výnosová míra $k = 7,42 \%$

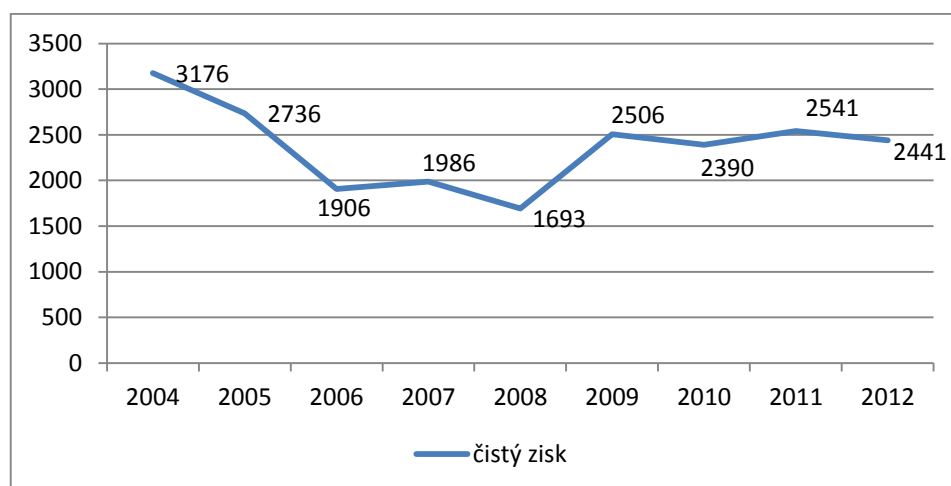
Dosažením do vzorce Gordonova modelu dostaneme:

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0(1 + g)}{k - g} = \frac{900 * (1 - 0,0115)}{0,0742 + 0,0115} = \mathbf{10\ 381\ Kč}$$

Výsledná vnitřní hodnota podle tohoto modelu vyšla 10 381 Kč, což je o 789 Kč méně než tržní kurz akcie. Vzhledem k této situaci se jedná o nadhodnocenou akcii a je vhodné ji prodat.

3.2.3 Ziskové modely

Jedná se o velmi oblíbené a analyticky často používané modely. Jelikož společnost nevykázala v daném období žádnou ztrátu, je vhodné tuto metodu použít. Následující graf 12 zobrazuje vývoj čistého zisku společnosti v letech 2004 – 2012. Průměrná míra růstu čistého zisku spočítaná pomocí geometrického průměru se rovná hodnotě -3,24 %. Znamená to tedy, že ve sledovaném období čistý zisk společnosti klesá.



Graf 12: Vývoj čistého zisku v mil. Kč (vlastní zpracování dle Philip Morris, 2013e)

V rámci ziskových modelů se budu zabývat metody založené na P/E ratio, a to běžné P/E ratio, normální P/E ratio a Sharpovo P/E ratio.

Běžné P/E ratio - Výpočet je založen na poměru aktuálního tržního kurzu akcie (11 170 Kč) a běžného zisku na akcii (889 Kč). Jednoduchým dosazením do tohoto vzorce získám hodnotu **12,56**.

Normální P/E ratio

$$(P/E)_N = \frac{P_0}{E_1} = \frac{p}{k - g} = \frac{1,01}{0,0742 + 0,0115} = \mathbf{11,76}$$

Výslednou hodnotu je dále ještě třeba vynásobit očekávaným ziskem. Jelikož společnost prozatím nezveřejnila očekávaný zisk na další rok, budu uvažovat s poklesem zisku na akcii o 1,15 %, což vychází na 879 Kč.

$$V_0 = (P/E)_N * E_1 = 11,76 * 879 = \mathbf{10\,352,28\,Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie pomocí tohoto modelu vyšla přibližně na 10 359 Kč. Při porovnání s tržním kurzem (11 170 Kč) lze akcii označit za nadhodnocenou a je vhodné ji prodat.

Sharpovo P/E ratio

$$V_0/E_0 = \frac{p * (1 + g)}{k - g} = \frac{1,01 * (1 - 0,0115)}{0,0742 + 0,0115} = \mathbf{11,65}$$

Vzhledem k tomu, že Sharpovo P/E ratio je nižší než běžné P/E ratio, lze akcii označit za nadhodnocenou a je vhodné ji prodat. Následně se daná hodnota 11,65 vynásobí aktuálním čistým ziskem na akcii 889 Kč a tím se získá vnitřní hodnota **10 358 Kč**. I tato hodnota je nižší než aktuální tržní kurz akcie. Lze tedy investorovi doporučit prodej, jelikož se jedná o nadhodnocenou akcii.

3.2.4 Model FCFE

Další metodou pro ohodnocení je model FCFE . Jedná se o model volného cash flow, který je vhodný zejména pro společnosti s nízkou úrovní dluhového zatížení, což společnost Philip Morris splňuje. Tento model také dobře zobrazuje hodnotu akcie pro akcionáře. Výpočet je uveden v následujících dvou tabulkách.

Tabulka 16: Výpočet FCFE (vlastní zpracování, zdroj: Philip Morris, 2013e)

Údaje v mil. Kč	2010	2011	2012
Čistý zisk	2 390	2 541	2 441
+ odpisy	458	472	453
- kapitálové výdaje	644	430	585
- změna pracovního kapitálu	6	-777	-200
+ nové emise dluhopisů	110	124	131
FCFE	2 308	3 484	2 640
FCFE na 1 akcii (Kč)	840, 68	1 269,04	961,61

Tabulka 17: Výpočet míry růstu FCFE (vlastní zpracování, zdroj: Philip Morris, 2013e)

Údaje v mil. Kč	2010	2011	2012
EBIT	2 975	3 146	3 039
t (daň z příjmů právnických osob)	0,19	0,19	0,19
EBIT * (1-t)	2 410	2 548	2 462
kapitál (vlastní i cizí)	15 741	17 433	17 820
ROC	0,1531	0,1462	0,1381
b _r	0,0797	-0,3214	-0,0276
g = ROC*b _r	0,0122	-0,0470	-0,0038

Vypočítanou veličinu FCFE bylo ještě potřeba vydělit počtem emitovaných akcií, kdy jsem získala FCFE na 1 akcii. Míra růstu g_{FCFE} je značně nestabilní, proto jsem se rozhodla stanovit tuto hodnotu pomocí geometrického průměru daného období.

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{k - g_{FCFE}} = \frac{FCFE_0(1 + g_{FCFE})}{k - g_{FCFE}} = \frac{961,61 * (1 - 0,0132)}{0,0742 + 0,0132} = \mathbf{10\,857,17\,Kč}$$

Vnitřní hodnota vypočítaná pomocí cash flow modelu je na úrovni 10 857 Kč. V porovnání s aktuálním tržním kurzem se jedná o nižší hodnotu a z tohoto důvodu lze označit akcii jako nadhodnocenou a vhodnou k prodeji.

3.2.5 Historické modely

U historických modelů je nejdůležitější stanovení budoucích hodnot veličin. Tyto metody ovšem nerespektují časovou hodnotu peněz a bývají analytiky používány spíše

jako doplňkové k ostatním modelům. Pro následující výpočty jsem použila data z let 2010 – 2012.

Model P/S

Nejprve při použití tohoto modelu je třeba dopočítat průměrný historický tržní kurz akcie společnosti Philip Morris. Pomocí aritmetického průměru denních kurzů akcie za příslušné období mi vyšla hodnota 10 351,6 Kč. S touto hodnotou budu počítat i v následujících dvou modelech. Průměrná historická výše tržeb na akcii se získá podílem aritmetického průměru tržeb společnosti a počtem emitovaných akcií. Při stanovení vnitřní hodnoty předpokládám stejně jako u dividend pokles tržeb ve výši 1,15 %.

$$(P/S)_H = \frac{P_A}{S_A} = \frac{10\,351,6}{4\,434,11} = \mathbf{2,33}$$

$$V_0 = (P/S)_H * S_1 = 2,33 * 4383,1 = \mathbf{10\,212\,Kč}$$

Výsledná vnitřní hodnota je o 958 Kč nižší než tržní cena akcie. Podle tohoto modelu se také jedná o nadhodnocenou akcii, kterou je vhodné prodat.

Model P/D

Průměrný historický tržní kurz akcie jsem převzala z předchozího modelu a pro výpočet musím ještě dopočítat průměrnou historickou výši dividendy. Aritmetický průměr vyplacených dividend za poslední tři roky vychází na 1 026,67 Kč. U budoucí dividendy opět předpokládám pokles o 1,15 %, v tomto případě vychází hodnota budoucí dividendy 889 Kč.

$$(P/D)_H = \frac{P_A}{D_A} = \frac{10\,351,6}{1\,026,67} = \mathbf{10,08}$$

$$V_0 = (P/D)_H * D_1 = 10,08 * 889 = \mathbf{8\,961,12\,Kč}$$

Dosazením výše uvedených údajů do vzorce jsem získala vnitřní hodnotu přibližně 8 968 Kč. Jde o nejnižší stanovenou hodnotu v rámci modelů firemní fundamentální analýzy. Tato hodnota ovšem také potvrzuje, že je jedná o nadhodnocenou akcii a je vhodné ji prodat.

Model P/BV

Poslední z historických modelů je model P/BV, který porovnává průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou výší účetní hodnoty akcie. Tuto hodnotu jsem získala podílem průměrných hodnot vlastního kapitálu a počtem emitovaných akcií společností. Jako v předchozích modelech pro budoucí účetní hodnotu opět počítám s poklesem o 1,15 %.

$$(P/BV)_H = \frac{P_A}{BV_A} = \frac{10\,351,6}{3\,113,59} = 3,32$$

$$V_0 = (P/BV)_H * BV_1 = 3,32 * 3\,077,78 = \mathbf{10\,218,23\,Kč}$$

Výsledná vnitřní hodnota akcie činí 10 218,23 Kč. I tento model přinesl zřejmé doporučení na prodej akcie.

3.3 Analýza citlivosti

Správné určení vstupních parametrů je velmi důležité pro výpočet vnitřní hodnoty akcie, jelikož špatné stanovení může výrazným způsobem ovlivnit investiční doporučení. Kvůli možným nepřesnostem ještě provedu analýzu citlivosti. Požadovanou výnosovou míru jsem stanovila pomocí modelu CAPM, kdy $k = 7,42\%$ a míru růstu dividend $g = -1,5\%$. Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu dividendového diskontního modelu.

Z následující tabulky 18 je zřejmé, že zvolení nepatrně jiných čísel může ovlivnit výrazným způsobem vnitřní hodnotu akcie. Při výpočtu jsem ponechala vyplacenou dividendu a výplatní poměr p ve stejné výši jako u dividendového diskontního modelu. Jednotlivé vstupní parametry jsem měnila o 0,3%. Výsledná cílová cena vnitřní hodnoty

akcie by se mohla pohybovat v rozmezí od 9 051 Kč do 12 145 Kč. Rozdílná cena činí 3 094 Kč. Z toho vyplývá, že výpočet vnitřní ceny akcie je velmi citlivý na vstupní data a každý analytik by mu měl věnovat velkou pozornost. Při nesprávném stanovení vstupních údajů by se mohlo stát, že špatně doporučí investorovi nákup resp. prodej příslušných akciových titulů do jeho portfolia.

Tabulka 18: Analýza citlivosti na změny vstupních parametrů (vlastní zpracování)

	Požadovaná výnosová míra v %				
Míra růstu g v %	6,82	7,12	7,42	7,72	8,02
-0,55	12 145	11 669	11 230	10 823	10 444
-0,85	11 634	11 196	10 790	10 412	10 060
-1,15	11 162	10 758	10 381	10 030	9 702
-1,45	10 725	10 349	9 999	9 672	9 366
-1,75	10 318	9 969	9 643	9 337	9 051

3.4 Doporučení pro investory

Společnost Philip Morris má v současné době velmi významný podíl na českém trhu, kdy ovládá téměř polovinu. Podle trendu z předchozích let se ale domnívám, že bude dané významné postavení postupně ztrácet, což bude mít za následek pokles zisku a kurzy akcií. Z finančního hlediska v současnosti jde o stabilní a prosperující společnost, u které se zatím nepředpokládají žádné zásadní problémy. Společnost patří do neutrálního odvětví, kdy proměnlivost vývoje hospodářského cyklu nemá až tak významný vliv na kurzy akcií. Na druhé straně tabákové odvětví, ve kterém společnost působí, je značně regulováno. Jedná se zejména o státní regulace, kdy neustálé zvyšování spotřební daně vede k odlivu zákazníků k levnějším značkám nejen v rámci společnosti, ale i ke konkurenci. Omezení reklamy i plánované zavedení jednotných balení cigaretových krabiček či zakázání některých druhů cigaret bude mít v budoucnu dle mého názoru negativní dopad na společnost. Po vzoru jiných států, které již výrazně omezily prodej tabákových výrobků, lze s velkou pravděpodobností očekávat zavedení podobných opatření i v ČR. Tyto vlivy může společnost jen velmi těžko ovlivnit, přesto

budou mít s největší pravděpodobností velmi významný vliv na pokles zisku společnosti a kurzy jejích akcií.

Všechny vypočítané vnitřní hodnoty akcie společnosti Philip Morris pomocí vybraných modelů firemní fundamentální analýzy jsou uvedeny v následující tabulce 19. Pro výpočty jsem použila dividendový diskontní model, ziskové modely P/E, model FCFE a historické modely. Na jejich základě je stanoveno investiční doporučení.

Tabulka 19: Srovnání výsledků vypočítaných modelů (vlastní zpracování)

Typ modelu	Výsledek	Tržní cena akcie	Zhodnocení	Doporučení
Gordonův model	10 381 Kč	11 170 Kč	nadhodnocená	Prodej
Běžné P/E	12,56		-	-
Normální P/E	11,76		-	-
Vnitřní hodnota	10 352 Kč		nadhodnocená	Prodej
Sharpovo P/E	11,65		nadhodnocená	Prodej
Vnitřní hodnota	10 358 Kč		nadhodnocená	Prodej
Model FCFE	10 857 Kč		nadhodnocená	Prodej
Model P/S	10 212 Kč		nadhodnocená	Prodej
Model P/D	8 968 Kč		nadhodnocená	Prodej
Model P/BV	10 218 Kč		nadhodnocená	Prodej

Z porovnání výsledných hodnot vyplývá, že všechny vypočítané vnitřní hodnoty akcie u daných modelů jsou nižší v porovnání se stanovenou tržní cenou, která činí 11 170 Kč. Lze je označit za nadhodnocené a na základě těchto výsledků docházím k závěru, že investor vlastníci akcie společnosti Philip Morris by je měl prodat, jelikož se dá očekávat pokles ceny. Mé investiční doporučení zní: **prodat nebo nenakupovat**.

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo na základě fundamentální analýzy stanovit vnitřní hodnotu akcie společnosti Philip Morris ČR a vyslovit investiční doporučení k jejímu nákupu nebo naopak prodeji. Práce byla rozčleněna do několika vzájemně propojených částí.

V teoretické části byly nejprve popsány základní poznatky finančního trhu, kapitálového trhu a pražské burzy. Podrobněji byla rozebrána problematika fundamentální analýzy na všech třech úrovních – globální analýzy, odvětvové analýzy a firemní analýzy. Zároveň byly představeny typy modelů firemní fundamentální analýzy potřebných pro stanovení vnitřní hodnoty akcie, které byly využity v další části práce.

V rámci praktické části jsem se zabývala každou úrovní fundamentální analýzy. Nejprve jsem představila analyzovanou společnost Philip Morris a následně jsem se již věnovala fundamentální analýze. V rámci globální fundamentální analýzy jsem analyzovala nejdůležitější makroekonomické faktory, které by mohly ovlivnit vývoj akciových kurzů. Odvětvová fundamentální analýza je druhou úrovní fundamentální analýzy, ze které vyplynulo, že společnost se řadí mezi neutrální odvětví a zároveň se nachází v poslední stabilizační fázi. To přináší společnosti pozitivní vliv na hodnotu akcie. Na druhou stranu tabákový průmysl je velmi regulované odvětví a i do budoucna předpokládám další výrazné omezení nejen ze strany státu, ale také Evropské unie. Mezi další negativní faktory ovlivňující vývoj akciového kurzu, které vyplynuly z této analýzy, je přechod zákazníků k levnějším značkám a neustálé zvyšování daní, zejména pak spotřební daně. Z pohledu finanční analýzy, která byla zahrnuta ve firemní fundamentální analýze, vyplynulo, že mezi silné stránky společnosti patří nadprůměrná rentabilita, nízká zadluženost a z pohledu investora společnost pravidelně vyplácí dividendy.

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti Philip Morris pomocí fundamentální analýzy bylo nutné nejprve vypočítat potřebná vstupní data, a to konkrétně míru růstu dividend a požadovanou výnosovou míru. Do budoucna počítám s požadovanou

výnosovou mírou 7,42 % a poklesem dividend o 1,15 %. Tyto vstupní hodnoty jsem vypočítala na základě údajů z českého kapitálového trhu a údajů zveřejněných společností. Nesprávné určení dat ovlivní výrazným způsobem vnitřní hodnotu akcie, což jsem si také ověřila po vypracování citlivostní analýzy dividendového diskontního modelu.

Veškeré vypočítané vnitřní hodnoty akcie společnosti Philip Morris jsem porovnávala s aktuálním tržním kurzem 11 170 Kč, který byl stanoven na BCPP k 30.4.2013. Jelikož společnost vyplácí dividendu svým akcionářům, mohla jsem k výpočtu vnitřní hodnoty akcie využít Gordonův model, který se řadí mezi dividendové diskontní modely. V tomto případě mi vyšla vnitřní hodnota akcie 10 381 Kč. V rámci ziskových modelů jsem využila metody založené na P/E ratio. Vnitřní hodnota u normálního P/E ratia vyšla 10 352 Kč, u Sharpova P/E ratia 10 358 Kč. Dále jsem použila model FCFE, kde hodnota akcie činila 10 857 Kč, a jednalo se o nejvyšší stanovenou vnitřní hodnotu. Ovšem ani tato hodnota nedosahovala stanovené výše tržního kurzu. Zahrnula jsem také historické modely, které nerespektují časovou hodnotu peněz a považují se pouze za doplňkové. Také u nich ale vyšla vnitřní hodnota akcie nižší než aktuální kurz. Konkrétně u modelu P/D se jednalo o nejnižší stanovenou hodnotu, která činila 8 968 Kč. Všechny použité modely vykazaly nižší vnitřní hodnotu akcie, než je současný tržní kurz akcie. Na základě těchto výsledků jsem označila akcie společnosti Philip Morris ČR za nadhodnocené a vyslovila investiční doporučení je **prodat nebo nenakupovat**.

Seznam použitých zdrojů

BCPP, 2013a. *Philip Morris ČR* [online]. [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CS0008418869#KL>

BCPP, 2013b. *Schéma trhu* [online]. [cit. 2013-04-15]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Schema-Trhu>

BCPP, 2013c. *Statistická ročenka Burzy cenných papírů Praha* [online]. [cit. 2013-04-15]. Dostupné z: <http://www.pse.cz>

BusinessInfo.cz, 2013. *V roce 2012 přilákala agentura CzechInvest do České republiky 350 nových projektů* [online]. [cit. 2013-04-12]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/v-roce-2012-prilakala-agentura-czechinvest-do-ceske-republiky-350-novych-projektu-31031.html>

BusinessInfo.cz, 2012 *Přiliv zahraničních investic do Evropy roste navzdory krizi eurozóny* [online]. [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/priliv-zahranicnich-investic-do-evropy-roste-navzdory-krizi-eurozony-19665.html>

ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., 2011. *Základy financí*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.

ČNB, 2013a. *Aktuální prognóza ČNB* [online]. [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html.

ČNB, 2013b. *Měnová statistika* [online]. [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/menova_stat_publ/2013/menstat_1304_CS.pdf

ČNB, 2013c. *Měnové nástroje* [online]. [cit. 2013-04-23]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#historie

ČNB, 2010. *Reálná ekonomika* [online]. [cit. 2013-02-21]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/FS_2008-2009_2_realna_ekonomika.pdf

ČNB, 2013d. *Systém časových řad* [online]. [cit. 2013-02-21]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=450&p_strid=EBA&p_lang=CS

ČSÚ, 2013. *Makroekonomické údaje* [online]. [cit. 2013-03-01]. Dostupné z:
http://www2.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje

Damodaran Online, 2013. *Updated Data. Individual Company Information Europe, Estimated Country Risk Premiums* [online]. [cit. 2013-04-21]. Dostupné z:
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

Dividenda.cz, 2011. *Dividenda Philip Morris ČR* [online]. [cit. 2013-03-01]. Dostupné z: <http://www.dividenda.cz/ceske-akcie/dividenda-philip-morris/>

EurActiv, 2013. *Co se nelíbí vládě, Parlamentu nebo průmyslu na tabákové směrnici EU?* [online]. [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: <http://www.euractiv.cz/podnikani-a-zamestnanost/clanek/co-vadi-vlade-parlamentu-a-podnikum-na-tabakove-smernici-eu-tabak-cigarety-mentol-slimky-krabicky-zdravotni-varovani-koureni-kralikova-nikotin-010726>

Finance.cz, 2012. *ČNB opět snížila úrokové sazby na rekordní minimum* [online]. [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/369569-cnb-opet-snizila-urokove-sazby-na-rekordni-minimum/>

Gecokatalog.cz, 2013. [online]. [cit. 2013-03-21]. Dostupné z:
http://www.gecokatalog.cz/cigarety.php?make=philip_morris_cr

GRÜNWARD, P., HOLEČKOVÁ, J., 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress. 315 s. ISBN 978-80-86929-26-2.

IPO, 2013. *Nová kapitola Vašeho úspěchu* [online]. [cit. 2013-04-26]. Dostupné z:
<http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=IPO>

KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D., 2010. *Finanční analýza*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.

KRABEC, T., 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

Ministerstvo financí ČR, 2013a. *Fiskální výhled* [online]. [cit. 2013-03-01]. Dostupné z: http://www2012.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/FiskalniVyhled_2012-11.pdf

Ministerstvo financí ČR, 2012. *Makroekonomická predikce České republiky* [online]. [cit. 2013-03-01]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2012-Q4.pdf

Ministerstvo financí ČR, 2013b. *Výsledky aukcí SPP* [online]. [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: http://www2012.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/emise_spp.html?year=2012

MUSÍLEK, P., 2011. *Trhy cenných papírů*. 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress s.r.o. 520 s. ISBN 978-80-86929-705.

MAŘÍK, M. a kol., 2011. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5

NÝVLTOVÁ, R., MARINIČ, P., 2010. *Finanční řízení podniku*. 1. vydání. Praha: Grada. 208s. ISBN 978-80-247-3158-2.

NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M., 2007. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vydání. Praha: Grada. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

Patria Online, 2013. *Philip Morris ČR navrhuje dividendu 900 Kč*. [online]. [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2298570/philip-morris-cr-navrhuje-dividendu-900-kc-ztrata-trzniho-podilu-zpomaluje-komentar.html>

Patria Online, 2010. *Škola investora: Psychologická analýza* [online]. [cit. 2013-01-014]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1738063/skola-investora-psychologicka-analyza.html>

Peníze.cz, 2010. *Co je inflace* [online]. [cit. 2013-04-01]. Dostupné z:

<http://www.penize.cz/80355-co-je-inflace>

Philip Morris ČR, 2013a. *Dividendy* [online]. [cit. 2012-10-28]. Dostupné z:

http://www.pmi.com/cs_cz/about_us/philip_morris_cr_shareholder_information/pages/dividends.aspx

Philip Morris ČR, 2013b. *Jak pracujeme* [online]. [cit. 2013-02-19]. Dostupné z:

http://www.pmi.com/cs_cz/responsibility/how_we_operate/pages/how_we_operate.aspx

Philip Morris ČR, 2013c. *Přehled společnosti* [online]. [cit. 2013-02-18]. Dostupné z:

http://www.pmi.com/cs_cz/about_us/philip_morris_cr_overview/pages/philip_morris_cr_overview.aspx

Philip Morris ČR, 2014d. *Výroční zpráva 2012* [online]. [cit. 2013-04-20]. Dostupné z:

http://www.pmi.com/cs_cz/about_us/philip_morris_cr_shareholder_information/documents/vyrocni%20zprava%202012.pdf

Philip Morris ČR, 2013e. *Výroční zprávy* [online]. [cit. 2013-04-20]. Dostupné z:

http://www.pmi.com/cs_cz/about_us/philip_morris_cr_shareholder_information/pages/reports_and_statements.aspx

POLOUČEK, S. a kol., 2009. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vydání. Praha: C.H. Beck. 415s. ISBN 978-80-7400-152-9.

POLÁCH, J. a kol., 2012. *Reálné a finanční investice*. 1. vydání. Praha: C.H. Beck. 264s. ISBN 978-80-7400-436-0.

REJNUŠ, O., 2010. *Finanční trhy*. 2. rozšířené vydání. Ostrava: KEY Publishing s.r.o. 559 s. ISBN 978-80-87071-87-8.

SCHILLER R. J., 2010. *Investiční horečka*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing. 296 s. ISBN 978-80-247-2482-9.

ŠTÝBR, D., 2011. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, a.s. 160 s. ISBN 978-80-247-3648-8.

The Tobacco Atlas, 2011. *Cigarette Consumption* [online]. [cit. 2013-04-29]. Dostupné z: <http://insighter.me/category/industry/tobacco/>

VESELÁ, J., 2011. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vydání. Praha: ASPI. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Seznam tabulek, grafů a obrázků

Seznam tabulek

Tabulka 1: Meziroční růst HDP v ČR	40
Tabulka 2: HDP na 1 obyvatele	40
Tabulka 3: Zadluženost ČR	42
Tabulka 4: Změna peněžních agregátů v %	42
Tabulka 5: Stav úrokových sazeb	44
Tabulka 6: Vývoj inflace	44
Tabulka 7: Faktory ovlivňující akciové kurzy	46
Tabulka 8: Ukazatel rentability	53
Tabulka 9: Ukazatel zadluženosti	54
Tabulka 10: Ukazatel likvidity	55
Tabulka 11: Ukazatel aktivity	55
Tabulka 12: Ukazatel tržní hodnoty	56
Tabulka 13: Hodnoty indexu PX	58
Tabulka 14: Vyplacená dividenda	60
Tabulka 15: Průměrná míra růstu dividend	61
Tabulka 16: Výpočet FCFE	65
Tabulka 17: Výpočet míry růstu FCFE	65
Tabulka 18: Analýza citlivosti na změny vstupních parametrů	68
Tabulka 19: Srovnání výsledků vypočítaných modelů	69

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj růstu HDP	40
Graf 2: Mezičtvrtletní růst reálného HDP	41
Graf 3: Vývoj úrokových sazeb 3M Pribor	43
Graf 4: Vývoj inflace v %	45
Graf 5: Vývoj tržeb v mil. Kč	47
Graf 6: Vývoj celkových aktiv v mil. Kč	51
Graf 7: Vybraná významná aktiva v mil. Kč	52

Graf 8: Závazky společnosti v mil. Kč	52
Graf 9: Poměr vlastního a cizího kapitálu	53
Graf 10: Vývoj rentability.....	54
Graf 11: Vývoj kurzu akcie Philip Morris	62
Graf 12: Vývoj čistého zisku v mil. Kč	63

Seznam obrázků

Obrázek 1: Členění finančního trhu.....	12
Obrázek 2: Členění kapitálového trhu	14
Obrázek 3: Logo společnosti	39
Obrázek 4: Celosvětová spotřeba cigaret v mld. kusů.....	48

Seznam příloh

Příloha č. 1: Konsolidovaný výkaz finanční pozice v mil. Kč

Příloha č. 2: Konsolidovaný výkaz úplného výsledku v mil. Kč

Příloha č. 3: Konsolidovaný výkaz peněžních toků v mil. Kč

Příloha č. 1: Konsolidovaný výkaz finanční pozice v mil. Kč

	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
AKTIVA					
Pozemky, budovy a zařízení	2 269	2 561	2 752	2 735	2 897
Nehmotná aktiva	134	111	106	79	51
Odložená daňová pohledávka	5	5	5	7	5
Dlouhodobá aktiva	2 401	2 677	2 863	2 821	2 953
Zásoby	1 877	1 333	1 169	1 297	1 775
Obchodní a ostatní finanční pohledávky	1 703	1 488	1 636	1 679	1 598
Ostatní nefinanční aktiva	5 516	2 158	2 893	5 740	6 285
Daň z příjmů splatná	4	51	7	9	1
Peněžní prostředky a ekvivalenty	1 408	5 999	7 100	5 887	5 208
Krátkodobá aktiva	10 508	11 029	12 805	14 612	14 867
Dlouhodobá aktiva držena k prodeji	0	0	73	0	0
Aktiva celkem	12 916	13 706	15 741	17 433	17 820
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY					
Základní kapitál	2 745	2 745	2 745	2 745	2 745
Emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů	2 361	2 361	2 369	2 379	2 386
Kumulované zisky	2 290	3 264	3 511	2 594	2 512
Ostatní fondy	555	551	551	553	552
Kapitál a fondy celkem připadající na akcionáře společnosti	7 951	8 921	9 176	8 271	8 195
Menšinový vlastní kapitál	1	1	1	0	1
Vlastní kapitál celkem	7 952	8 922	9 177	8 271	8 196
Odložený daňový závazek	30	112	110	124	131
Dlouhodobé závazky	30	112	110	124	131
Obchodní a ostatní finanční závazky	571	789	765	1010	1309
Nefinanční závazky	145	172	223	206	200
Daň z příjmu splatná	66	12	60	31	6
Ostatní daňové závazky	2 388	3 675	5 390	7 773	7 961
Rezerva na krátkodobé závazky	22	4	16	18	16
Půjčky	1 742	11	0	0	1
Krátkodobé závazky	4 934	4 672	6 454	9 038	9 493
Závazky celkem	4 964	4 784	6 564	9 162	9 624
Vlastní kapitál a závazky celkem	12 916	13 706	15 741	17 433	17 820

Příloha č. 2: Konsolidovaný výkaz úplného výsledku v mil. Kč

	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
Tržby	9 749	11 690	11 402	12 155	12 963
Náklady na prodané výrobky a zboží	-5 658	-6 398	6 518	-7 130	-8 025
Hrubý zisk	4 091	5 292	4 884	5 025	4 938
Odbytové náklady	-1 162	-1 236	-1 045	-1 041	- 1 130
Administrativní náklady	-721	-923	883	-848	-821
Ostatní výnosy	86	60	29	0	0
Ostatní provozní výnosy	324	264	111	146	187
Ostatní provozní náklady	-287	-251	-121	-136	-135
Provozní zisk	2 331	3 206	2 975	3 146	3 039
Finanční náklady	-152	-24	0	0	0
Finanční výnosy	0	0	0	20	10
Zisk před zdaněním	2 179	3 182	2 975	3 166	3 049
Daň z příjmů	-486	-676	-585	-625	-608
Čistý zisk	1 693	2 506	2 390	2 541	2 441
Zisk na akcii základní a zředěný (Kč/akcie)	616	913	870	926	889

Příloha č. 3: Konsolidovaný výkaz peněžních toků v mil. Kč

	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
<i>Peněžní toky z provozní činnosti</i>					
Zisk před zdaněním	2 179	3 182	2 975	3 166	3 049
Odpisy	387	447	458	472	453
Snížení hodnoty majetku	20	0	0		
Nerealizované kursové zisky(-)/ztráty (+)	-41	34	1	4	-6
Čisté úrok. náklady (+)/výnosy(-)	64	-36	29	-20	-10
Zisk z prodeje pozemků, budov a zařízení	-40	-7	8	-1	-37
Změna stavu opravných položek a rezerv	0	0	45	13	-8
Ostatní nepeněžní úpravy - čisté	23	-24	5	17	12
Peněžní toky z provozní činnosti před změnami prac. kapitálu	2 592	3 596	3 445	3 651	3 453
Změna stavu					
Obchodních a ost. fin. pohledávek a ost. nefin. aktiv	6 836	3 532	-966	-2 876	-480
Obchodních a ost. fin. závazků a nefin.závazků	-5 358	1 553	1 743	2 599	495
Zásob	644	548	143	-151	-468
Peněžní toky z provozu	4 714	9 229	4 365	3 223	3 000
Zaplacené úroky	-149	-24	0	0	0
Zaplacená daň z příjmu	-551	-697	-495	-643	-618
Čisté peněžní toky z provozní činnosti	4 014	8 508	3 870	2 580	2 382
<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>					
Výdaje na pořízení pozemků, budov a zařízení	-452	-712	-680	-426	-612
Příjmy z prodeje pozemků, budov a zařízení	78	11	59	82	68
Výdaje na pořízení nehm. aktiv	-122	-9	-23	-9	2
Přijaté úroky	88	62	29	20	10
Čisté peněžní toky z investiční činnosti	-408	-648	-615	-333	-536
<i>Peněžní toky z financování</i>					
Zaplacené dividendy	-2 416	-1 538	-2 143	-3 460	-2 526
Čistý peněžní tok z financování	-2 416	-1 538	-2 143	-3 460	-2 526
Čisté zvýšení peněžních prostředků	1 190	6 322	1 112	- 1 213	-680
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku roku	-1 524	-334	5 988	7 100	5 887
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci roku	-334	5988	7100	5887	5207