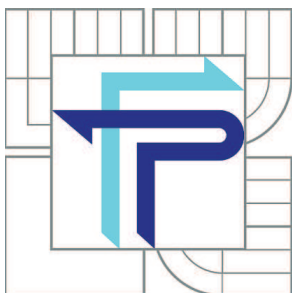


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA VYBRANÝCH SPOLEČNOSTÍ NA ČESKÉM KAPITÁLOVÉM TRHU

SELECTED COMPANIES FUNDAMENTAL ANALYSIS AT CZECH CAPITAL MARKET

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. TOMÁŠ PLUNDRA

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

prof. Ing. OLDŘICH REJNUŠ, CSc.

BRNO 2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Plundra Tomáš, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

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 vybraných společností na českém kapitálovém trhu

v anglickém jazyce:

Selected Companies Fundamental Analysis at Czech Capital Market

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Metodologie

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení a jejich přínos

Závěr

Seznam použité literatury

Seznam odborné literatury:

JÍLEK, J. Finanční trhy a investování. 1. vydání, Praha: Grada publishing, 2009, 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.

MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. 2. vydání, Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 78-80-86929-70-5.

REJNUŠ, O. Finanční trhy. 3. rozšířené vydání Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. ISBN 978-80-7418-128-3.

VESELÁ, J. Analýzy trhu cenných papírů. II. díl, Fundamentální analýza. 1. vydání, Praha: Oeconomica, 2003, 362 s. ISBN 80-245-0506-1.

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

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

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

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

V Brně, dne 20.05.2013

Abstrakt

Cílem diplomové práce je fundamentální analýza vybraných akciových titulů českého akciového trhu za účelem výběru vhodné akciové investice. Teoretická část shrnuje obecné znaky investování a především metodu fundamentální analýzy akcií. V praktické části jsou tyto poznatky aplikovány při analýze společností Fortuna Entertainment Group, Pegas Nonwovens AG, ČEZ a Philip Morris ČR. Na základě porovnání zjištěných výsledků analýz je v závěru práce stanoveno investiční doporučení.

Abstract

The aim of this diploma thesis is a fundamental analysis of selected joint-stock companies of the Czech stock market for the purpose of selecting advantageous investment opportunities. The theoretical part of the thesis summarizes the most common knowledge of investing and methods of fundamental analysis. In the practical part, these findings applied to the analysis by Fortuna Entertainment Group, Pegas Nonwovens AG, ČEZ and Philip Morris CR. The investment recommendation is proposed in the basis of the comparison of the results gathered by the analysis.

Klíčová slova

Akcie, fundamentální analýza, finanční analýza, vnitřní hodnota akcie, dividendový model, ziskový model, dividenda

Keywords

Share, fundamental analysis, financial analysis, intrinsic share value, dividend model, profit model, dividend

Bibliografická citace

PLUNDRA, T. *Fundamentální analýza vybraných společností na českém kapitálovém trhu*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2013. 117 s.
Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc..

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským, ve znění pozdějších předpisů).

V Brně dne 23. května 2013

.....

podpis

Poděkování

Děkuji vedoucímu diplomové práce prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi, CSc. za hodnotné rady, podněty, připomínky a odborné vedení při zpracování mé práce.

Zároveň bych chtěl poděkovat svým rodičům za podporu po celou dobu mého studia.

OBSAH

1 ÚVOD	10
1.1 Globální a parciální cíle	12
1.2 Metodologie	13
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA	14
2.1 Finanční trhy	14
2.1.1 Investice	16
2.1.2 Základní investiční faktory – „Magický trojúhelník“	17
2.1.3 Akciová společnost	19
2.2 Metody analyzování akciových instrumentů	20
2.3 Fundamentální analýza	21
2.3.1 Globální (makroekonomická) akciová analýza	23
2.3.2 Odvětvová (oborová) analýza	27
2.3.3 Podniková analýza	30
3 PRAKTICKÁ ČÁST PRÁCE	42
3.1 Analýza českého akciového trhu	42
3.1.1 Burza cenných papírů Praha (BCPP)	42
3.1.2 Česká burza RM-SYSTÉM	43
3.1.3 Analýza obchodování na BCPP	44
3.1.4 Analýza indexu PX	46
3.2 Globální analýza	48
3.2.1 Reálný výstup ekonomiky	49
3.2.2 Fiskální politika	51
3.2.3 Peněžní nabídka	53
3.2.4 Úrokové sazby	53
3.2.5 Inflace	54

3.2.6 Zahraniční kapitál	56
3.3 Analýza vybraných společností	57
3.3.1 Fortuna Entertainment Group	58
3.3.2 Pegas Nonwovens S.A.....	73
3.3.3 ČEZ, a.s.....	84
3.3.4 Philip Morris ČR.....	93
4 MEZIPODNIKOVÉ SROVNÁNÍ.....	102
4.1 Výběr ukazatelů	102
4.2 Srovnávací matice.....	103
4.2.1 Metoda váženého podílu.....	104
4.2.2 Bodovací metoda při diferencovaných vahách.....	104
5 INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ	105
6 ZÁVĚR	107
ZDROJE.....	110

1 ÚVOD

Finanční trh lze bez nadsázky označit jako fenomén, který poutá zájem investorů již po celá staletí. Vidina snadno a rychle dosažených zisků funguje jako magnet, který spolehlivě přitahuje investory znovu a znovu na finanční trhy, a ti se pokoušejí zhodnotit své volné finanční prostředky.¹ Při investování jde tedy v podstatě o vzdání se současné hodnoty svých úspor v naději a očekávání, že se v budoucnu obdrží investované prostředky navýšené o výnos.

Každé osobě či firmě vyhovuje jiný způsob nakládání s penězi. Jedni dávají přednost jejich bezpečnějšímu uložení v peněžních ústavech a spokojí se s pravidelně připisovanými úroky, jejichž míra často nedosahuje ani hodnoty inflace. Druzí upřednostňují volatilnější investiční instrumenty, u kterých za cenu vyššího rizika očekávají vyšší zhodnocení.

V dnešní době má každý možnost investovat své prostředky podle vlastního uvážení do konkrétních cenných papírů. Pro investory, kteří se nespokojí s nízkými výnosy, jsou ochotni podstoupit související rizika a mohou své finanční prostředky postrádat i několik let, se hodí kapitálové trhy a investice do akcií.

Při investování je velmi důležité správně určit budoucí vývoj trhu a konkrétních akciových titulů a na základě této prognózy dané cenné papíry kupovat či prodávat. Pro úspěšné obchodování na burzách je nesmírně důležité zvolit investiční strategii a tu následně také dodržovat, což bývá pro řadu investorů nesmírně obtížné. Pro predikci vývoje akciových kurzů existují různé metody, jež se liší v mnoha faktorech. Žádná metoda není čistě exaktní a výsledky bývají také ovlivněny subjektivním pohledem analytika.

Jednou z metod je právě ***fundamentální akciová analýza***, kterou se zabývá tato diplomová práce. Společně s technickou a psychologickou analýzou se řadí mezi nejrozšířenější a nejpoužívanější metody, především u dlouhodobých investic. Smyslem

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, s. 15.

fundamentální analýzy je určení vnitřní hodnoty akcie a srovnání této hodnoty s aktuální cenou na trhu. Právě rozdíl těchto hodnot napoví investorovi, zda analyzovaná akcie je podhodnocená, či nadhodnocená. Následně se investor snadněji rozhodne pro nákup, prodej, či zda bude vyčkávat.

Tato diplomová práce je vhodná pro praktické využití vysokého managementu podniků, který hledá vhodné způsoby zhodnocení svého volného kapitálu. Zároveň však požadují vyšší výnosy, než nabízejí vkladové produkty či dluhopisy, kdy speciálně ty státní mají své růstové období na nějakou dobu za sebou. Výsledky práce jsou také využitelné pro správce podílových fondů či drobné investory, ať už jako inspirace vhodných titulů pro nová portfolia či pro obměnu stávajícího portfolia.

Výsledkem práce bude investiční doporučení vhodných akciových titulů pro dlouhodobou dividendovou strategii. Výběr analyzovaných společností byl tedy podmíněn několika kritérii. Mezi nejdůležitější faktory pro výběr analyzovaných akciových titulů byla pravidelná výplata dividendy, dlouhodobá ekonomická historie, stabilní hospodářské výsledky a investice bez kurzového rizika.

1.1 Globální a parciální cíle

Cílem této diplomové práce je fundamentální analýza vybraných akciových titulů za účelem výběru vhodné akciové investice. Důraz je kladen na stanovení vnitřní hodnoty akcií a dividendový výnos. Hlavním výstupem pak bude stanovení investičního doporučení akciových titulů na českém trhu vhodných pro dlouhodobou investici zaměřenou na dividendovou strategii.

První část práce se věnuje teoretickým východiskům problematiky investování a finančních trhů. Největší prostor teoretické části práce je věnován fundamentální analýze zabývající se globálními a především podnikovými faktory.

Praktická část je rozdělena do několika částí. *Prvním parciálním cílem* je analýza českého akciového trhu. *Druhým parciálním cílem* je fundamentální analýza vybraných společností skládající se z globální (makroekonomické) analýzy a analýzy jednotlivých podniků se stanovením jejich vnitřní hodnoty. *Třetím parciálním cílem* je mezipodnikové srovnání pomocí matice s vybranými ukazateli a přidělenými vahami. Výsledkem srovnávací matice je porovnatelná hodnota značící skóre podniku.

Globálním cílem práce je stanovení investičního doporučení, vycházejícího z výsledků jednotlivých analýz a především z komparativní metody. Zahrnuty budou také subjektivní názory autora na situaci podniku.

1.2 Metodologie

Pro dosažení výše uvedených cílů použiji metody analýzy, metody pro výpočet vnitřní hodnoty akcie a metody mezipodnikového srovnávání. Metoda analýzy bude konkrétně použita pro analýzu českého akciového trhu. Z metod analýzy akciových instrumentů bude použita metoda fundamentální analýzy, která bude aplikována na zvolené společnosti v prostředí českého trhu. Pro výpočet vnitřních hodnot akcií bude použito Dividendového diskontního modelu, Gordonova dividendového diskontního modelu a ziskových modelů založených na poměrových ukazatelích P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio. Pro srovnání výsledků mezi jednotlivými podniky bude aplikována metoda matematicko-statistických modelů, jejichž předpokladem je vytvoření matice analyzovaných objektů a jejich ukazatelů.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA

2.1 Finanční trhy

Většina subjektů v ekonomice se velmi často dostane do situace, kdy mají buď přebytek peněžních prostředků, nebo jejich nedostatek. Systém finančních trhů pak umožňuje přemísťovat tyto peněžní prostředky od přebytkových subjektů k deficitním subjektům cestou vytváření a obchodování finančních instrumentů. Díky tomuto procesu je umožněno, že peněžní prostředky jsou alokovány k těm deficitním jednotkám, které je dokáží využít efektivněji. Tyto jednotky jsou ochotny zaplatit nejvyšší rizikově očištěnou cenu za získání kapitálu. Mimo to finanční trhy zajišťují likviditu, což znamená, že jak deficitní, tak přebytkové jednotky mohou rychle měnit cenné papíry za hotovost.²

Základní subjekty působící v ekonomice:

- Domácnosti
- Firmy
- Stát

Finanční trh lze rozdělit podle různých hledisek a výsledná struktura je závislá na tom, jaká zvolíme kritéria. Národní finanční trhy můžeme členit na trh³:

- Peněžní
- Kapitálový

Peněžní trh je určen k obchodování krátkodobých cenných papírů. Střetávají se zde jednotlivci a instituce s přechodným (krátkodobým) přebytkem peněžních prostředků s těmi, kteří mají naopak přechodný (krátkodobý) nedostatek těchto prostředků.⁴ Společnou vlastností finančních nástrojů obchodovaných na peněžním trhu je krátká doba splatnosti a to zpravidla pouze do jednoho roku.

² MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, s. 21.

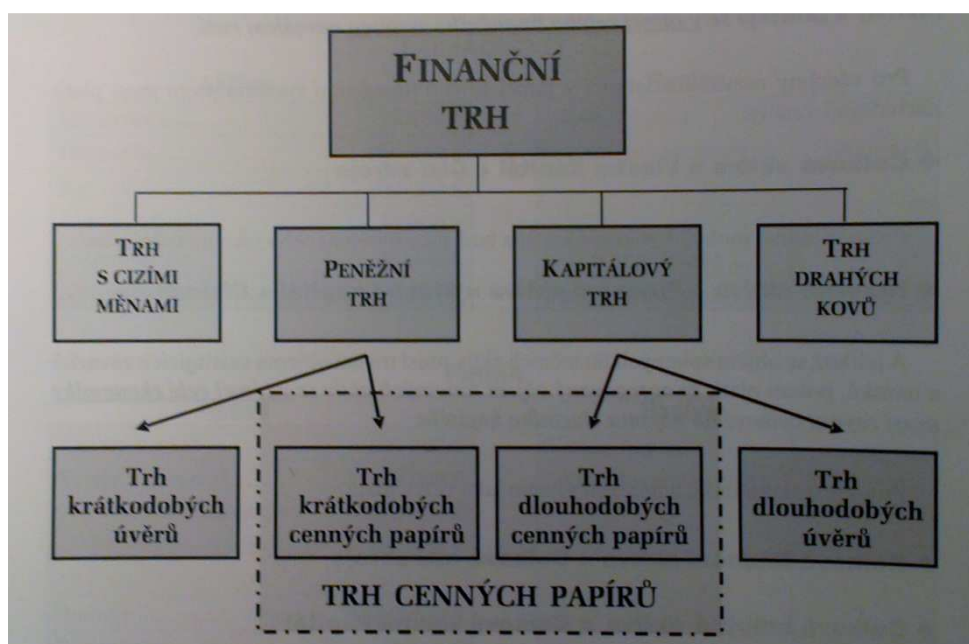
³ SOJKA, Z., MANDELÍK, P. *Cenné papíry a burzy*, s. 107.

⁴ tamtéž, s. 107.

Kapitálový trh je trhem, kde se obchodují finanční instrumenty, které mají charakter dlouhodobých finančních investic. Prostřednictvím tohoto trhu jsou poskytovány jak dlouhodobé úvěry, tak jsou na něm obchodovány dlouhodobé cenné papíry.⁵ Doba splatnosti na kapitálovém trhu je zpravidla delší než jeden rok.

Součástí finančního trhu je ale také **trh s cizími měnami** a **trh drahých kovů**. Na trhu cizích měn se obchoduje s bezhotovostními formami peněz (trhy devizové) a s hotovostními penězi (trhy valutové). Za nejdůležitější trhy drahých kovů jsou považovány trhy zlata a stříbra, někdy také platiny a paladia.

Obchodování krátkodobých (peněžních) a dlouhodobých (kapitálových) cenných papírů společně tvoří trh cenných papírů, který je součástí finančního trhu. Podrobné schéma je znázorněno na následujícím obrázku.



Obrázek 1: Základní členění trhu cenných papírů (Zdroj: REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 54.)

⁵ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 56.

Trhy cenných papírů lze klasifikovat dle velkého počtu charakteristik. Rozdělení podle obchodovaných finančních instrumentů podle doc. Ing. Musílka⁶ je na trhy akciové, dluhopisové a derivátové.

2.1.1 Investice

Podstatou každé investice je obětování jisté současné hodnoty s cílem získat vyšší, ale nejistou hodnotu budoucí. Jedná se tedy o alokaci kapitálu s cílem dosáhnout jeho zhodnocení.⁷

Pojem investice si můžeme vyložit jako záměrné obětování určité dnešní hodnoty za účelem získání vyšší, ale nejisté hodnoty v budoucnu. Investice lze uskutečnit prostřednictvím nákupu různých druhů investičních instrumentů, které by dle mínění investorů měly umožnit rozmnožení jejich stávajícího bohatství.⁸

Investice mohou být rozděleny dle několika způsobů jejich rozdělení. Základní členění je všeobecně považováno na investice finanční a reálné. Je prokázáno, že v méně rozvinutých ekonomikách převažují investice reálné a ve vyspělých zemích jsou častější investice finanční. Platí však, že reálné a finanční investice si vzájemně nekonkurují a jsou všeobecně považovány za komplementární formy investic.⁹ Naopak je žádoucí zastoupení obou druhů těchto investic v portfoliích investorů, díky čemuž dochází k potřebné diverzifikaci. Pro znázornění uvedu několik příkladů jednotlivých investic.

Reálné investice:

- Nemovitosti
- Movité věci
- Komodity
- Umění
- Přímé podnikání

⁶ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, s. 31.

⁷ PAVLÁT, V. *Kapitálové trhy*, s. 121.

⁸ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 146.

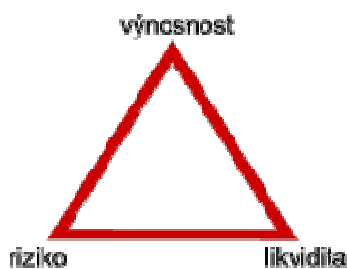
⁹ tamtéž, s. 146.

Finanční investice:

- Peněžní vklady
- Úvěry a půjčky
- Cenné papíry
- Další druhy finančních investic

2.1.2 Základní investiční faktory – „Magický trojúhelník“

Každý potenciální investor, který hodlá investovat své volné peněžní prostředky na finančním trhu, by měl vždy zvažovat tři základní investiční faktory, které jsou zobrazeny na následujícím obrázku. Tyto tři faktory působí ve vzájemných souvislostech a mají na sebe významný vliv.



Obrázek 2: Magický trojúhelník (Zdroj: Vlastní zpracování)

Výnosnost

Zhodnocení investovaných peněžních prostředků je považováno za hlavní motiv investorů. Existují různá kritéria pro hodnocení efektivnosti investic. V případě finančních investic, které jsou realizovány především za účelem zhodnocení do nich vložených peněžních prostředků, bývá za kritérium hodnocení efektivnosti považována jejich výnosnost.

„Výnosnost finančních investic je investičním kritériem udávajícím míru zhodnocení peněžních prostředků vložených do určitého finančního investičního instrumentu za určité časové období.“¹⁰

¹⁰ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 149.

Výnosy z investice lze rozdělit z hlediska podstaty jejich vzniku:¹¹

- Běžné výnosy
- Kapitálové výnosy

Běžné výnosy jsou veškeré příjmy plynoucí z držby investičního instrumentu (úroky z poskytnutých úvěrů, kuponové platby z dluhopisů, dividendy z vlastnictví akcií apod.). Kapitálové výnosy vznikají při obchodování investičních instrumentů. Oba typy těchto výnosů můžeme dále rozdělit na hrubé a čisté výnosy. **Čisté běžné výnosy** jsou sniženy o daňové odvody a případně i další náklady spojené s držbou těchto investičních instrumentů. **Čisté kapitálové výnosy** se rovnají rozdílu ceny pořizovací a prodejní, dále jsou také očištěny o případné transakční náklady. Z toho vyplývá, že může nastat také záporný čistý kapitálový výnos (v případě, že prodejní cena bude menší než pořizovací). Například akcie přináší svým majitelům výnosy běžné i kapitálové. Celkovou hodnotu, kterou investorovi přinese investice tak můžeme vyjádřit jako **celkový čistý výnos (CVč)**.¹²

$$CVč = \sum BVč + KVč$$

kde:

CVč – celkový čistý výnos

BVč – součet čistých běžných výnosů

KVč – čistý kapitálový výnos

Rizikovost

Každá investice je spojena s určitou mírou rizika. Rizikovost lze chápat jako nejistotu investora spojenou s tím, že se mu nepodaří dosáhnout očekávané výnosnosti. V investiční praxi se setkáváme s mnoha různými druhy rizik. V případě obchodovatelných cenných papírů se nejčastěji setkáváme s následujícími druhy investičního rizika:¹³

- Riziko změn tržní úrokové míry
- Riziko inflační

¹¹ tamtéž, s. 149.

¹² REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 154.

¹³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 183.

- Riziko událostní
- Riziko úpadku emitenta
- Riziko ztráty likvidity
- Riziko měnové
- Riziko právní
- Riziko operační
- Riziko individuálních vlastností jednotlivých investičních nástrojů

Likvidita

Třetím základním faktorem investiční strategie je likvidita. Tento pojem si můžeme vyložit jako rychlost, s jakou lze finanční instrument přeměnit zpět na peníze, a to bezeztrátově. Čím je tedy finanční instrument likvidnější, tím je také atraktivnější pro investory. Za nejlikvidnější jsou považovány cenné papíry obchodované na veřejných, sekundárních trzích.

2.1.3 Akciová společnost

Akciová společnost je obchodní společnost s majetkem (kapitálem), rozděleným na určitý počet akcií o určité jmenovité (nominální) hodnotě. Nákupem akcií se stává majitel akcie podílníkem společnosti (akcionářem) s nárokem na vyplácení podílu na zisku takzvaných dividend. Akcionář neručí za závazky firmy, společnost ale ručí za ztráty celým svým majetkem. Akciová společnost právně podléhá obchodnímu zákoníku. U názvu firmy musí být vždy uvedeno, že jde o akciovou společnost. Nejčastěji se provádí zkratkou a.s.

Akciová forma podnikání prošla za svou dlouho historii postupně mnoha změnami. V rozvinutých zemích tvoří akciové společnosti převládající právní formu firem s naprosto rozhodujícím podílem na průmyslové výrobě, obchodu a peněžnictví. V akciové společnosti se získáváním základního kapitálu shromažďuje velké množství kapitálu pro financování podnikatelských aktivit a ke krytí případných ztrát.

Mezi výhody této právní formy se řadí omezené ručení akcionářů a rozložení obchodních rizik mezi velký počet podílníků. Akcie veřejně obchodovatelných společností mají zpravidla charakter vysoce likvidních prostředků. Lze je totiž za poměrně nízkých transakčních nákladů přeměnit na potřebné finanční prostředky.

Akciová forma podnikání má také některé své nevýhody. Za jednu z největších nevýhod lze považovat potenciální konflikt mezi akcionáři a managementem společnosti. Za další nevýhodu jsou považovány vysoké informační náklady.¹⁴

V České republice je akciová společnost charakterizována v obchodním zákoníku jako „...společnost, jejíž základní kapitál je rozvržen na určitý počet akcií o určité jmenovité hodnotě. Společnost odpovídá za porušení svých závazků celým svým majetkem. Akcionář neručí za závazky společnosti...“¹⁵

2.2 Metody analyzování akciových instrumentů

Investice do akcií umožňuje investorům podílet se na zisku společnosti a to formou běžného výnosu – dividend. Hlavním motivem, nebereme-li v úvahu dividendovou strategii, je ale především kapitálový výnos z rozdílu pořizovací a prodejní ceny akcie. K určení vhodných akciových titulů s potenciálem růstu tržní hodnoty existují různé metody oceňování akcií. Finanční teorie rozlišuje v zásadě tři základní metody pro analyzování a výběr akciových instrumentů:

- Fundamentální akciová analýza
- Technická akciová analýza
- Psychologická analýza

Fundamentální akciová analýza je považována za nejkomplexnější druh akciové analýzy, která se používá v investiční praxi při přípravě zásadních investičních rozhodnutí. Této analýze bude podrobně věnována celá následující kapitola.

¹⁴ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, s. 242.

¹⁵ Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů a doplňků, 154, odst. 1.

Technická akciová analýza je postavena na publikovaných tržních datech. Jedná se o data tržní ceny jednotlivých akcií, indexy, objemy obchodů a technické indikátory. Podstatou práce technických analytiků je prognózování krátkodobých cenových pohybů individuálních akcií nebo akciových indexů.¹⁶ Příznivci technické analýzy studují aktivity trhu a snaží se identifikovat opakuující se cenové trendy. Jejich cílem je obchodovat, když se takový trend objeví.¹⁷

Psychologická analýza se zásadně liší od zbývajících dvou analýz především v předmětu jejího zkoumání. Psychologičtí analytici se nezajímají tolik o samotnou akcii tak, jako fundamentální analytici, ani o pohyb jejího kurzu jako v případě technické analýzy. Středem pozornosti je zde člověk, jeho myšlení a psychika. Zabývá se tedy především lidským faktorem v procesu investování a impulsy, které u něho podněcují určitý druh chování. Tento typ investorů hledá podněty, které vedou jejich kolegy k tomu, aby masově nakupovali či prodávali. Základem úspěchu psychologické analýzy je detailní studium chování davu (většiny investorů). Od jejich chování poté odvozuje chování vlastní, které je z pravidla opačné.¹⁸

2.3 Fundamentální analýza

Jedna z prvních otázek investora uvažujícího o investici do akcií obvykle zní: *Je firma, do jejíchž akcií chci investovat, skutečně dobrá? Má budoucnost?* Stejný význam v trochu odlišené formulaci má jiná častá otázka: *Není tato akcie příliš drahá?* Fundamentální analýza se snaží odpovědět na tyto otázky s použitím různých informací, které jsou k dispozici.¹⁹ V podstatě nám má dát odpověď, do kterých společností má smysl investovat.

Fundamentální analýza je založena na předpokladu, že vnitřní hodnoty²⁰ akcií se liší od jejich aktuálních cen (kurzů), za něž jsou obchodovány na veřejných trzích. Jinými slovy to znamená, že pokud je vnitřní hodnota akcie vyšší, než její aktuální kurz,

¹⁶ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, s. 389.

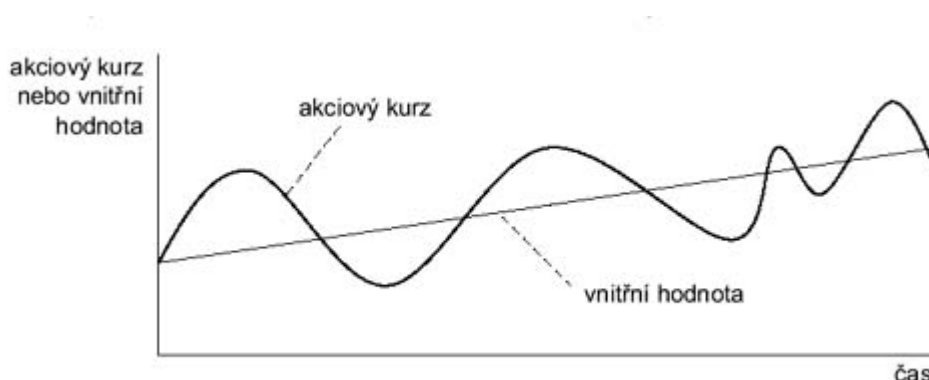
¹⁷ ELDER, A. *Tradingem k bohatství*, s. 92.

¹⁸ ŠEVČÍK, A., FUCHS, D., GABRIEL, M. *Finanční trhy*,

¹⁹ KOHOUT, P., HLUŠEK, M. *Peníze, výnosy a rizika: příručka investiční strategie*, s. 65.

²⁰ „Vnitřní hodnota akcie“ – lze ji definovat jako individuální názor účastníka trhu na to, jaký by měl být spravedlivý kurz akcie v danou chvíli.

můžeme akcii považovat za podhodnocenou. Naopak je-li ve srovnání s aktuálním kurzem nižší, považujeme tak akcii za nadhodnocenou – příliš drahou.²¹



Graf 1: Vztah mezi vnitřní hodnotou akcie a jejím kurzem (Zdroj: Nývltová, R., Režňáková, M. Mezinárodní kapitálové trhy.)

Analytici a investoři provádějí za účelem správného určení vnitřních hodnot akcií mnoho různých výpočtů. Ty se však vzájemně liší použitými metodami a individuálně dosazovanými hodnotami proměnných veličin. To je způsobeno odlišností informací a údajů, se kterými pracují. To je také důvod, proč bývají výsledky jejich výpočtů zpravidla rozdílné, i když používají stejné analytické metody. Tím, že investoři pracují s individuálními názory, které využívají ke svým obchodním příkazům, se tak podílejí na vytváření aktuálních akciových kurzů. Z toho vyplývá, že při změně očekávání investorů se budou měnit vnitřní hodnoty akcií a v důsledku toho i nastavení jimi podávaných obchodních příkazů. V důsledku toho se budou měnit i samotné kurzy akcií.²²

Fundamentální analytici při určování hodnoty společnosti prognózuji vývoj globální, regionální, národní ekonomiky, odvětví i jednotlivých firem. Fundamentální akciová analýza se soustřeďuje na zkoumání kurzotvorných faktorů na třech úrovních a na základě toho ji lze rozdělit na tři její typy²³:

²¹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy* s. 219.

²² REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 220.

²³ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, s. 333.

- Makroekonomická (globální)
- Odvětvová (oborová)
- Podniková

2.3.1 Globální (makroekonomická) akciová analýza

Globální akciová analýza se zabývá ekonomikou jako celkem. Snaží se jak o krátkodobou, tak i o dlouhodobou predikci makroekonomických veličin a zkoumá jejich vliv na jednotlivá odvětví, ale také na konkrétní akciové společnosti. Vývoj akciových trhů ovlivňuje celé řada globálních faktorů, z nichž jsou nejvýznamnější především tyto²⁴:

- Reálný výstup ekonomiky
- Fiskální politika
- Peněžní nabídka
- Úrokové sazby
- Inflace
- Změny zahraničního kapitálu
- Kvalita investičního prostředí

Reálný výstup ekonomiky

Vývoj na akciových trzích je vždy ovlivňován jak vývojem ekonomiky daného státu, tak i vývojem ekonomiky světové. Z toho vyplývá, že i akciové kurzy reagují na probíhající hospodářské výkyvy svými růsty či poklesy. V dlouhodobém horizontu akciové kurzy neustále rostou.

Ve střednědobém horizontu provázanost vývoje cen akcií a ekonomik tak velká není. Akciové kurzy zpravidla předbíhají vývoj reálné ekonomiky o několik měsíců dopředu. To je jeden z důvodů, proč je akciový trh považován za jeden z nejspolehlivějších

²⁴ FUCHS, D. *Finanční trhy*, s. 71.

indikátorů ekonomiky pro prognózu změny jednotlivých fází v rámci hospodářského cyklu.²⁵

Fiskální politika

Na kurzy akcií může mít fiskální politika jak pozitivní, tak negativní dopad. Největší vliv z oblasti fiskální politiky na akciové kurzy má míra zdanění fyzických a právnických osob. V případě právnických osob má výše zdanění vliv na čisté zisky a tím má vliv i na budoucí investice do rozvoje, na výši vyplacených dividend a tím pádem i na atraktivitu akcií a jejich kurzů. Negativní dopad vyššího zdanění příjmů je také na disponibilní prostředky, které by tak investoři mohli vložit do akcií.²⁶

Dalším negativním faktorem fiskální politiky působícím na akciové kurzy je deficit státního rozpočtu, který musí být následně financován emisemi vládních dluhopisů, což má za následek postupné zvyšování úrokových sazeb.

Pozitivní dopad mají naopak například vládní výdaje na nákup produktů a služeb příslušných akciových společností.

Peněžní nabídka

Peněžní nabídka je všeobecně považována za jeden z nejvýznamnějších faktorů ovlivňující chování akciových kurzů. Jako jedno z možných vysvětlení lze uvést „*efekt likvidity*“. Vychází z předpokladu, že jestliže centrální banky v rámci provádění monetární politiky zvýší peněžní nabídku při konstantní poptávce po penězích, investoři část těchto peněz investují na akciových trzích. Jelikož nabídka akcií je v krátkém období téměř fixní, dojde k růstu akciových kurzů. Existují další způsoby vysvětlení působení peněžní nabídky na vývoj akciových trhů, ale všechny vedou ke stejnému závěru, že ***růst peněžní nabídky zvyšuje poptávku po akciích.***²⁷

²⁵ SOJKA, Z., MANDELÍK, P. *Cenné papíry a burzy*, s. 109.

²⁶ FUCHS, D. *Finanční trhy*, s. 74.

²⁷ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 223.

Úrokové sazby

Úrokové sazby jsou dalším významným kurzotvorným faktorem. V zásadě platí fakt, že růst úrokových sazeb ovlivňuje akciové kurzy negativně a vede k poklesu cen akcií. Určitá kategorie ekonomů se domnívá, že změna krátkodobých úrokových sazeb je nejdůležitějším faktorem, jenž ovlivňuje výši akciových kurzů. To lze vysvětlit třemi způsoby:

- Ceny akcií reflektují diskontovanou hodnotu budoucích finančních příjmů. S růstem úrokových sazeb jako součásti diskontu roste investory požadovaná výnosnost a vnitřní hodnota akcie klesá.
- Růst úrokových sazeb zvyšuje výnos dluhových instrumentů a tedy i zájem akcionářů o dluhové instrumenty. Dochází tedy k přesunu finančních prostředků z akciových trhů na nákup dluhových instrumentů.
- Zdražením dodatečných kapitálových vstupů se omezí investiční aktivita firem, což vede k omezení růstového potenciálu a k následnému poklesu cen akcií.

Všechny způsoby vysvětlení vedou k jednoznačnému závěru, že ***růst úrokových sazeb způsobuje pokles tržních cen akcií a naopak.***²⁸

Inflace

Akcie jsou často považovány za instrumenty, které jsou dobrou investicí v případě očekávaného zvýšení míry inflace. Tento předpoklad vycházel z faktu nárůstu cen a tedy i vyššího nominálního zisku a rostoucích dividend. Empirické výzkumy však ukázaly, že akcie většinou nejsou schopny dlouhodobě držet svou reálnou hodnotu v inflačním prostředí. Inflace totiž způsobuje celkovou nejistotu na finančním trhu a vede k poklesu kurzu akcií. Ve vztahu vývoje akciových kurzů k inflaci byla sestavena hypotéza daňového efektu. Ta tvrdí, že během inflačního období působí na firmu dva negativní faktory. Prvním z nich je pokles reálných daňových odpisů vedoucí k poklesu reálného zisku společnosti.

²⁸ SOJKA, Z., MANDELÍK, P. *Cenné papíry a burzy*, s. 110.

Druhým je fakt, že pokud firma používá metodiku FIFO (First in first out), dojde k podhodnocení nákladů na pořízení nových zásob.²⁹

Na druhé straně lze však zaznamenat i opačné vlivy. Jde především o profitování některých společností na růstu cen a také o skutečnost, že vzestup inflace je téměř vždy doprovázen růstem nominálních úrokových sazeb. Ty znamenají nákladovou položku, tudíž jejich zvýšení do určité míry snižuje účetní, neboli zdanitelný zisk firmy.³⁰

Změny zahraničního kapitálu

Akciové trhy ve většině vyspělých i rozvojových států jsou stále více liberalizovány pro zahraniční investory. Především pak institucionální investoři se chovaní celosvětově a vyhledávají investiční příležitosti, které mají nejvyšší očekávanou výnosovou míru s ohledem na očekávané riziko a likviditu. Finanční prostředky se tak velmi rychle přesouvají na podhodnocené trhy. Pohyby kapitálu mají obrovský vliv na volatilitu akciových kurzů. ***Příliv zahraničního kapitálu má za následek vzestup akciových kurzů***, a naopak odliv prostředků způsobuje pokles akciových kurzů. Při analýze akciových instrumentů je třeba brát v úvahu riziko náhlého odlivu zahraničního kapitálu. Toto nebezpečí by investoři měli zohlednit ve vyšší rizikové prémii.³¹

Kvalita investičního prostředí

Kvalitu investičního prostředí lze chápat jako všeobecné podmínky, které buď vzbuzují, nebo naopak nevzbuzují důvěru v dané investiční prostředí. Všeobecně jsou investory za nejvýznamnější dílčí oblasti považovány transparentnost, bezpečnost a stabilita finančního trhu. To vše souvisí s celkovou vyspělostí dané země. V největším centru pozornosti bývají u investorů především následující faktory:

- Schodky a nerovnováha
- Cenové regulace a černý trh
- Ekonomické a politické šoky

²⁹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, s. 313.

³⁰ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 224.

³¹ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, s. 345.

- Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém³²

2.3.2 Odvětvová (oborová) analýza³³

Oborová analýza se zaměřuje na charakteristické rysy, faktory a specifika odvětví společnosti a jejich vliv na vnitřní hodnotu akcie. V důsledku těchto vlastností se dále snaží také předvídat budoucí vývoj těchto akcií. Odvětvová respektive oborová analýza se zaměřuje na identifikaci charakteristických znaků jednotlivých odvětví (oborů), přičemž za nejvýznamnější jsou považovány:

- Citlivost odvětví na hospodářský cyklus
- Tržní struktura odvětví
- Životní cyklus odvětví
- Způsoby státní regulace odvětví

Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Z hlediska citlivosti na hospodářský cyklus rozlišujeme jednotlivá odvětví na cyklická, neutrální a anticyklická.

Cyklická odvětví kopírují vývoj samotné ekonomiky. V období expanze dosahují vysokého růstu a naopak v období recese se dostávají do problémů. To vše je způsobeno tím, že se zpravidla jedná o takové statky a služby „zbytné“. Tudíž ty, jejichž nákup mohou spotřebitelé odložit na dobu, kdy pro ně bude realizace nákupu příznivější. Tento fakt ovlivňuje zisky společností a zákonitě i kurzy jejich akcií. Většina firem v ekonomice se řadí právě do cyklického odvětví. Jedná se například o automobilový průmysl, stavebnictví, strojírenství, elektrotechniku, dopravu, hotelnictví, apod.

Neutrální odvětví je odvětvím, ve kterém firmy vyrábějí nezbytné statky a služby, které nejsou ovlivněny hospodářskými změnami. Jsou to výrobky, jejichž koupi nelze dlouhodoběji odložit, nebo mají nízkou cenovou elasticitu díky jejich návykovosti. Do

³² REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 225.

³³ Celá kapitola je zpracována na základě VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, s. 324-335.

této kategorie se řadí např. farmaceutický a potravinářský průmysl, ale také firmy zaměřeny na výrobu alkoholu, cigaret apod.

Anticyklické odvětví má opačné postavení než odvětví cyklické, tudíž v období recese ekonomiky dosahují tyto společnosti nejvyšších zisků a naopak v období expanze se jim příliš nedaří. Obecně lze hovořit o tzv. Giffenovy statky. Je sice poměrně složité specifikovat jednotlivé druhy, ale má se všeobecně za to, že se jedná o nejlevnější životní potřeby, jako například chléb.

Tržní struktura odvětví

Podle počtu firem v odvětví rozeznáváme monopolní, oligopolní a konkurenční strukturu. S tím jsou spojeny také bariéry vstupu do tohoto odvětví a tím i způsob tvorby cen. Množství firem v odvětví má tedy vliv na marže, tržby i zisky společností v daném odvětví.

Životní cyklus odvětví

Podobně jako v ekonomice jednotlivých států můžeme pozorovat určité cykly, tak pozoruje vývoj životního cyklu odvětví, se kterými jsou pevně spjaty zisky a tudíž i kurzy akcií. J. Grodinsky³⁴ rozděluje životní cyklus odvětví do tří etap:

- Pionýrská etapa
- Etapa rozvoje
- Etapa stabilizace

Pionýrská etapa je při zahájení podniku a dochází v ní zpravidla k prudkému růstu poptávky po výstupu odvětví, což umožňuje dosahovat vysokého zisku. Produkt bývá totiž nový, inovativní a je pro zákazníka atraktivní. Tato etapa má často za následek vstup dalších firem do odvětví, což způsobuje příliv konkurentů, kteří mohou, ale také nemusí být úspěšní. Velmi rychle se mění postavení jednotlivých společností a značně

³⁴ Julius Grodinsky je považován za tvůrce teorie odvětvového životního cyklu (angl. industry life-cycle theory).

kolísají i jejich zisky, což způsobuje velkou volatilitu akciových kurzů. Po pionýrské etapě plynule navazuje **etapa rozvoje**. Tato etapa je mnohem více stabilní, protože se zde již setkáváme pouze se společnostmi, které přežily pionýrskou fázi. Akcie společností již nevykazují tak vysokou volatilitu. Rizikem etapy rozvoje mohou být zásahy státu do odvětví, například formou zdanění či regulace. **Etapa stabilizace** je charakteristická zavedenými společnostmi, které realizují stabilní zisky a jejich podíl na trhu je téměř neměnný. Dochází pouze k přelévání zisků mezi stabilními firmami, eliminaci některého z konkurentů apod. Volatilita akcií je u této etapy nízká. Může dojít také k poklesu tržeb, zisků i akciových kurzů jednotlivých společností. Tento jev bývá řešen dalšími inovacemi a následným oživením odvětví, a to díky investicemi firem do vlastní výroby.

Způsoby státní regulace odvětví

Pod pojmem regulace rozumíme platnou legislativu, jež nabývá různých forem. Regulace může mít pozitivní, ale i negativní dopad na odvětví, spotřebitele a investory. Jednou z možností regulace mohou být například **licence**, které napomáhají vzniku oligopolních struktur v odvětví. Díky tomu, si velké společnosti určují cenovou hladinu a negativně tak ovlivňují spotřebitele. To má však pozitivní vliv pro investory, protože tyto firmy dosahují vyšších zisků, což pozitivně ovlivňuje výši dividend a výši akciových kurzů těchto společností. Odvětví fungující na principu licencí je například bankovníctví, pojišťovnictví a další finanční služby.

Další možností jsou vládní **regulace cen**, které ovlivňují ziskovou marži firem, což má negativní vliv na tržní ceny jejich akcií. Pozitivním faktem je však nižší volatilita jejich kurzů, což je důvod, proč je někteří investoři považují za méně rizikové. Jako příklad lze uvést energetický a plynárenský průmysl a distribuci vody.

Dalším typem zásahů států do odvětví, například v chemickém, potravinářském, či papírenském průmyslu, vznikají firmám **dodatečné náklady**, které jsou vynaloženy například na ochranu životního prostředí. Tyto dodatečné náklady přirozeně ovlivňují zisky firem a vývoj kurzů jejich akcií. Existují také odvětví, která bývají podporovány

dotacemi či subvencemi. Tato podpora firem bývá především z důvodu zvýšení konkurenceschopnosti, veřejného prospěchu apod. Mohou však narušovat tržní prostředí a ne vždy mají ten správný účinek a dopad.

2.3.3 Podniková analýza

Za nejdůležitější podnikový měřitelný kurzotvorný faktor je považován zisk. Ostatní faktory, jako například management, tržby, dividendová politika atd., jsou faktory dílčí.³⁵

Podniková fundamentální analýza se zaměřuje především na stanovení vnitřní hodnoty akcie. Po určení vnitřní hodnoty akcie dochází k porovnání s aktuálním kurzem akcie na kapitálovém trhu. Výsledkem této analýzy je určení, zdali je současný akciový kurz podhodnocen, nadhodnocen, či je akcie správně trhem ohodnocena.

Fundamentální analýza akciové společnosti může být prováděna mnoha různými způsoby a metodami. Vždy záleží, jakou míru komplexnosti potřebuje investor ke svým sledovaným záměrům a investičním cílům. Jinak bude asi vypadat komplexnost analýzy portfolio managementu fondu, který zvažuje, že zařadí danou společnost do jeho portfolio a jinak bude pravděpodobně vypadat analýza drobného investora. Při kvalitní fundamentální analýze společnosti nestačí určit pouze současnou situaci firmy, ale také vývojové tendence do budoucna.

Fundamentální analýza vychází z předpokladu, že akcie má svou **vnitřní hodnotu**, kterou lze stanovit. Kurzy akcií neustále oscilují kolem vnitřní hodnoty a dá se říci, že ve velmi krátkém období je vnitřní hodnota konstantní.

Fundamentální analýza akciových společností zaměřena na určování vnitřní hodnoty jejich akcií má při svém využití spoustu druhů analytických metod, mezi které patří zejména:³⁶

- Dividendové diskontní modely

³⁵ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, s. 353.

³⁶ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 231.

- Ziskové modely
- Bilanční modely
- Finanční analýza podniku
- A další...

2.3.3.1 Dividendové diskontní modely

Dividendové diskontní modely jsou jedny z nejčastěji používaných metod určování vnitřní hodnoty akcií. Tyto modely jsou založeny na principu diskontování očekávaných „cash flow“³⁷ plynoucích z akcií (dividend) na jejich současnou hodnotu. To fakticky znamená, že vnitřní hodnota akcie se rovná její současné hodnotě budoucích příjmů.

V případě, že investor potřebuje zjistit vnitřní hodnotu akcie, kterou zamýšlí koupit a držet jeden rok, tak její současnou hodnotu (vnitřní hodnotu) vypočteme jako součet hodnoty očekávané dividendy získané během její (roční držby) a současné hodnoty její předpokládané prodejní ceny na konci zamýšleného ročního období. Výpočet pak vypadá následovně:

$$VH_A = \frac{D_1 + C_1}{(1 + r_d)}$$

kde: VH_A – vnitřní (současná) hodnota akcie
 D_1 – očekávaná dividendy (v prvním) roce držby akcie
 C_1 – očekávaná tržní cena (kurz) akcie na konci (prvního) roku její držby
 r_d – požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra)

Velikost prodejní ceny akcie (C_1) lze vypočítat jako současnou hodnotu budoucích příjmů plynoucích z akcie, ovšem vždy až v dalším roce její držby. Na akcie můžeme pohlížet jako na nesplacitelné cenné papíry, tudíž můžeme tento krok opakovat po n-let a nepřetržitě nahrazovat hodnoty jejich očekávaných tržních cen. Za těchto předpokladů potom vznikne následující vzorec:

$$VH_A = \frac{D_1}{(1 + r_d)} + \frac{D_2}{(1 + r_d)^2} + \dots + \frac{D_n + C_n}{(1 + r_d)^n}$$

³⁷ Cash flow je využívaný anglický výraz a znamená peněžní tok

kde: VH_A	– vnitřní hodnota akcie
$D_{(1,2,...,n)}$	– očekávaná dividenda v jednotlivých letech držby akcie
$C_{(1,2,...,n)}$	– očekávaná tržní cena akcie na konci jednotlivých let její držby
r_d	– požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra)
n	– počet let trvání investice

Z předchozí rovnice vyplývá, že **vnitřní hodnota akcie je součtem současných hodnot budoucích dividend n-tého období její držby a současné hodnoty její očekávaní prodejní ceny v n-tém období**. Toto období může však být nekonečně vzdálené, z čehož lze vyvodit, že jestli se bude „n“ blížit nekonečnu, pak se bude současná hodnota očekávané prodejní ceny akcie blížit nule, proto ji lze v tomto případě ze vzorce vypustit. Díky této úpravě získáme následující tvar vzorce:

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

V tomto případě je hodnota akcie vyjádřena jako součet v budoucnu z ní očekávaných dividend diskontovaných na současnou hodnotu.³⁸

Požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra) „ r_d “ je faktor, který si subjektivně stanovuje každý investor sám. I to je důvod, proč dva investoři, kteří vypočítávají vnitřní hodnotu téže akcie za použití naprosto stejných modelů, dochází k rozdílným výsledkům. Požadovanou výnosovou míru můžeme buďto jednoduše stanovit, nebo ji stanovit pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAMP), kde očekávaná výnosová míra je součtem bezrizikové výnosové míry a dalších faktorů.³⁹

$$r_d = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

kde: r_d – požadovaná výnosová míra
 r_f – bezriziková výnosová míra
 r_m – výnosová míra z tržního akciového portfolia, tedy průměrná výnosová míra

³⁸ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 231-239.

³⁹ SOJKA, Z., MANDELÍK, P. *Cenné papíry a burzy*, s. 114.

β – faktor měřící volatilitu výnosové míry akcie k volatilitě výnosové míry celkového akciového trhu

Beta faktor roven jedné vyjadřuje úroveň systematického rizika typickou pro tržní portfolio, které je zpravidla zastoupeno tržním indexem. Tržní portfolio by adekvátně svému systematickému riziku mělo produkovat výnosovou míru označovanou r_m . Za bezrizikovou úrokovou míru můžeme považovat státní pokladniční poukázky nebo krátkodobé státní dluhopisy.⁴⁰

2.3.3.1.1 Jednostupňové dividendové diskontní modely s konstantním růstem

Jednostupňové dividendové diskontní modely počítají s jednou konstantní mírou růstu (poklesu) očekávaných dividend po celou dobu držby akcie. Za další předpoklady bývají považovány jednak konstantní požadovaná míra výnosu, konstantní dividendový výplatní poměr a konstantní rentabilita vlastního kapitálu daného akciového emitenta.

Vzorec v případě dvouleté držby akcie:

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{(1 + r_d)} + \frac{D_0 \cdot (1 + g)^2 + C_2}{(1 + r_d)^2}$$

Vzorec v případě nekonečné držby akcie (bez uvažování prodejní ceny):

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{(1 + r_d)} + \frac{D_0 \cdot (1 + g)^2}{(1 + r_d)^2} + \dots + \frac{D_0 \cdot (1 + g)^n}{(1 + r_d)^n}$$

kde:	VH_A	– vnitřní (současná) hodnota akcie
	D_0	– dividendy v základním (výchozím) roce
	g	– konstantní míra ročního růstu dividend
	$C_{(1,2,\dots,n)}$	– očekávaná tržní cena akcie po jednotlivých letech její držby
	r_d	– požadovaná konstantní míra výnosu
	n	– počet let trvání investice

⁴⁰ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, s. 388.

Jednostupňové dividendové diskontní modely s konstantním růstem jsou v praxi značně rozšířeny a vykazují mnoho různých modifikací, z nichž je za nejvýznamnější považován tzv. „Gordonův model“.

2.3.3.1.2 Gordonův dividendový diskontní model

Gordonův dividendový diskontní model představuje zkrácenou verzi časově neohraničeného jednostupňového dividendového diskontního modelu s konstantním růstem, jehož matematické vyjádření je následující:

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r_d - g} = \frac{D_1}{r_d - g}$$

kde:	VH_A	– vnitřní (současná) hodnota akcie
	D_0	– dividendy v základním (výchozím) roce
	D_1	– očekávaná dividendy v prvním roce držby akcie
	g	– konstantní míra ročního růstu dividend
	r_d	– požadovaná konstantní míra výnosu

Gordonův model je v investiční praxi nejpoužívanějším jednostupňovým dividendovým diskontním modelem. Je však použitelný pouze za předpokladu, že očekávaná míra růstu dividend je nejen konstantní, ale je také nižší než požadovaná výnosová míra.

Existují dále také víceetapňové dividendové diskontní modely, kterými se dále v práci zabývat nebudu.

2.3.3.2 Ziskové modely

Ziskové modely patří také k nejpoužívanějším metodám určování vnitřní hodnoty akcií. Jsou však více používány v praktické činnosti analytiků ve vyspělých státech než dividendový diskontní model, který je považován spíše za akademický. Jejich podstatou nejsou očekávané dividendy, ale jak je již z názvu patrné, z velikosti očekávaného zisku příslušné akciové společnosti.

Matematickými úpravami lze ze ziskových modelů vyjádřit různé druhy velmi oblíbených ukazatelů, kterými jsou **P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio.**⁴¹

2.3.3.2.1 Model P/E

Ziskové modely vycházejí z **poměrového ukazatele P/E** (price-earnings ratio – kurz/zisk). Ukazatel P/E se často zveřejňuje v investičních statistikách jako důležitá informace pro investory.⁴²

$$P/E = \frac{P}{E} = \frac{\text{Aktuální tržní cena akcie (kurz)}}{\text{Poslední zveřejněný zisk (čistý) na 1 akcii}}$$

Ukazatel P/E říká, kolik peněžních jednotek je investor ochoten zaplatit za jednu jednotku zisku. Jako všeobecně přijatelná hodnota tohoto ukazatele se považuje hranice v rozmezí cca mezi 8 až 12. Hodnota P/E v podstatě vyjadřuje, za kolik let by sledovaná akcie měla na sebe vydělat vzhledem k její aktuální tržní ceně a čistému zisku. V praxi se lze setkat i s několikanásobně vyššími hodnotami, které mohou mít své opodstatnění, či signalizují nebezpečí budoucího poklesu kurzu. Je třeba také brát v úvahu rozdíly dle jednotlivých odvětví.⁴³

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie je třeba stanovit **normální P/E**, jenž se označuje jako P/E_N , pomocí kterého lze vnitřní hodnotu akcie vyjádřit v následující podobě:⁴⁴

$$VH = E_1 \cdot P/E_N$$

kde: VH – je vnitřní hodnota akcie

E_1 – je očekávaný zisk na jednu akcii v příštím roce

P/E_N – je normální úroveň P/E

⁴¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, s. 371.

⁴² MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, s. 370.

⁴³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 260.

⁴⁴ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, s. 372.

Někteří analytici a investoři nevěnují příliš pozornost dividendovému diskontnímu modelu, ale spíše pohlížejí na akcii v krátkém období, a proto preferují výše uvedený způsob stanovení vnitřní hodnoty akcie.⁴⁵

Pro stanovení normálního P/E_N lze použít různých metod, přičemž mezi nejvíce používané patří metody základní, regresní a komparativní. Základní metoda stanovení normálního P/E_N vychází z Gordonova dividendového diskontního modelu, který lze napsat ve tvaru:

$$VH = \frac{D_1}{r_d - g}$$

kde: VH – je vnitřní hodnota akcie
 D_1 – je očekávaná dividend
 r_d – je požadovaná výnosová míra
 g – je očekávaný růst dividend

Vydělením Gordonova modelu očekávaným ziskem (E_1), pak získáme normální P/E_N v následujícím tvaru⁴⁶:

$$P/E_N = \frac{D_1/E_1}{r_d - g}$$

2.3.3.2.2 Model P/BV⁴⁷

Dalším velmi oblíbeným ukazatelem kapitálového trhu je ukazatel P/BV (price / book value) ratio. Tento model značí poměr aktuální tržní ceny akcie (kurzu) a účetní hodnoty připadající na jednu akcii společnosti. Za účetní hodnotu je považován rozdíl mezi celkovými aktivy společnosti a cizím kapitálem, což je vlastně hodnota vlastního kapitálu na akcii.

⁴⁵ tamtéž s. 372.

⁴⁶ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, s. 372.

⁴⁷ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, s. 381 - 386.

Ukazatel P/BV udává informaci o tom, na kolik korun si investoři cení jedné koruny vlastního kapitálu společnosti, jež danou akcii emitovala, nebo jinými slovy, kolik korun jsou investoři ochotni zaplatit za jednu korunu vlastního kapitálu firmy.

Analytici mohou pracovat s několika druhy tohoto ukazatele, když mezi nejčastější patří běžné P/BV ratio, který značí poměr aktuálního kurzu akcie a běžné účetní hodnoty vlastního kapitálu na akcii.

Matematicky lze zapsat P/BV následovně:

$$P/BV = \frac{P_0}{BV}$$

kde: P/BV – je běžné P/BV
 P_0 – je aktuální cena akcie
 BV – je účetní hodnota akcie

Pokud je hodnota P/BV nižší než 1, pak trh ohodnocuje akcii pod její účetní hodnotou. Podobně jako u modelu P/E lze vyjádřit vnitřní hodnotu akcie jako:

$$VH = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot p}{r_d - g}$$

kde: BV_1 – je očekávaná účetní hodnota firmy na jednu akcii
 ROE – rentabilita vlastního kapitálu
 r_d – je očekávaná výnosová míra
 g – tempo růstu zisku
 p – výplatní poměr

2.3.3.2.3 Model P/S

V poslední době se stává stále více populární také ukazatel P/S (price/sales) ratio. Jedná se o poměr kurzu (ceny) akcie a tržeb na akcii. Tento ukazatel tedy přináší informaci, na kolikanásobek tržeb si investoři cení dané akcie nebo kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu korunu tržeb.

Tento ukazatel má několik výhodných vlastností, kde jednou z nich je použitelnost a smysluplnost ukazatele i v případě, že firma vykazuje minimální zisk, nebo dokonce ztrátu. Další dobrou vlastností je okolnost, že veličina tržeb není zpravidla vystavena zkreslujícím vlivům účetních operací, což je slabší stránkou v případě zisku u předchozích dvou ukazatelů. Matematický zápis modelu je následující:

$$P/S = \frac{P_0}{S_0}$$

kde: P/S – je běžná hodnota ukazatele P/S
 P_0 – je aktuální tržní cena akcie
 S_0 – je aktuální výše tržeb připadající na jednu akcii

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie v případě ukazatele P/S ratio je východiskem opět Gordonův model a finální matematické vyjádření vypadá takto:

$$VH = \frac{S_1 \cdot M_1 \cdot p}{r - g}$$

kde: S_1 – jsou očekávané tržby v příštím roce
 M_1 – je očekávaná zisková marže v příštím roce
Ostatní symboly jsou stejné jako u předchozích vzorců.

Očekávaná zisková marže v příštím roce (M_1) se vypočítá jako poměr očekávaného čistého zisku a očekávaných tržeb v příštím roce.⁴⁸

2.3.3.3 Finanční analýza společnosti

Finanční analýza podniku je jeden z nejvýznamnějších způsobů fundamentální podnikové analýzy. Umožňuje provést hodnocení finančního hospodaření každé společnosti (účetní jednotky). Počítá s daty, které vychází z minulosti a pomocí výpočtů

⁴⁸ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, s. 387 - 393.

různých ukazatelů dokáže rozpoznat vývojové tendence analyzované společnosti, i případné chyby v jejím hospodaření, nebo naopak pozitiva.⁴⁹

Za nejvýznamnější zdroj dat pro vypracování finanční analýzy je považována účetní závěrka podniku, tj. **rozvaha a výkaz zisku a ztráty**.

U finanční analýzy se liší jak vstupní informace (interní a externí vstupní data), tak se liší i druhy jednotlivých vstupních ukazatelů z hlediska své obsahové stránky a vypovídající schopnosti. Z tohoto pohledu se rozlišují:

- Absolutní ukazatele
- Rozdílové ukazatele
- Poměrové ukazatele

Finanční analýza zkoumá strukturu podnikových aktiv, kvalitu a intenzitu jejich využívání, způsob jejich financování, solventnost, likviditu a další faktory finančního života podniku. Může se tedy provádět z mnoha různých záměrů a za pomoci rozličných metod. Metody, které se používají při určování vnitřních hodnot akcií, jsou především následující:⁵⁰

- Vertikální analýza
- Horizontální analýza
- Analýza poměrových ukazatelů
- Bonitní modely
- Bankrotní modely
- a další...

Je důležité upozornit, že tyto metody samy o sobě neumožňují přímo určovat vnitřní hodnotu akcií, ale usnadňují predikování očekávané výnosnosti či rizikivosti analyzovaných firem, bez čehož se žádný analytik neobejde.⁵¹

⁴⁹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 249.

⁵⁰ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 251.

⁵¹ tamtéž

2.3.3.4 Metody mezipodnikového srovnání⁵²

Vzájemné srovnávání jednotlivých podniků není vůbec jednoduchou záležitostí. Je třeba věnovat pozornost celé řadě různých hledisek. Nejčastěji se jedná o porovnávání několika poměrových ukazatelů, vybraných s přihlédnutím k účelu, jemuž má prováděná analýza sloužit.

Mezi používané metody mezipodnikového srovnávání se řadí metody komparativně-analytické a matematicko-statistické, jež budou použity v praktické části práce.

Základním předpokladem bonitních matematicko-statistických modelů je vytvoření matice analyzovaných společností a jejich ukazatelů. Vytváření ukazatelů probíhá následovně:

- Výběr vhodných podniků vyhovujících podmínkám vzájemné srovnatelnosti.
- Výběr vhodných finančních ukazatelů s přihlédnutím k investorem uvažovaným prioritám.
- Určení charakteru jednotlivých vybraných ukazatelů:
 - Je-li žádoucí, aby měl co nejvyšší hodnotu, přiřadíme mu charakteristiku [+1]
 - Je-li žádoucí, aby měl hodnotu co nejnižší, přiřadíme mu charakteristiku [-1]
- Případné přidělení vah jednotlivým vybraným ukazatelům, vyjadřující význam, jež jim investor (analytik) přikládá.
- Sestavení výchozí matice:

⁵² REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 272 - 273.

PODNIK	Kritérium (zvolené ukazatele)					
	X_1	X_2	...	X_j	...	X_m
1	X_{11}	X_{12}	...	X_{1j}	...	X_{1m}
2	X_{21}	X_{22}	...	X_{2j}	...	X_{2m}
...	...	...	...	...	...	...
i	X_{i1}	X_{i2}	...	X_{ij}	...	X_{im}
...	...	...	...	...	...	...
n	X_{n1}	X_{n2}	...	X_{nj}	...	X_{nm}
Váhy ukazatelů	p_1	p_2	...	p_j	...	p_m
Charakter ukazatelů	[+1]	[+1]	...	[-1]	...	[+1]

Tabulka 1: Výchozí matice pro vzájemné porovnávání firem (Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 273.)

Kde: X_{ij} – hodnota j-tého ukazatele v i-té firmě
 m – počet ukazatelů
 n – počet hodnocených podniků
 p_j – váha j-tého ukazatele

3 PRAKTICKÁ ČÁST PRÁCE

Praktická část práce je zaměřena na analýzu českého akciového trhu a na fundamentální analýzu vybraných společností. Z fundamentální analýzy je v práci použita makro-ekonomická (globální) analýza a firemní analýza. Globální analýza se zaměřuje především na vývoj HDP, inflaci, fiskální politiku, úrokové sazby a hraniční obchod. Analýza firemní je rozdělena do několika kapitol, kterými jsou profil společnosti, dividendová politika, pohled na hospodaření společnosti a především výpočet vnitřní hodnoty akcií u vybraných společností na českém kapitálovém trhu. K výpočtům vnitřní hodnoty akcií je použit jednostupňový dividendový diskontní model s konstantním růstem, Gordonův dividendový diskontní model a ziskové modely založené na ukazatelích P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio. Odvětvová analýza, jež klasicky bývá součástí analýzy fundamentální, je vzhledem k rozdílnosti odvětví firem v práci vynechána. Společnosti jsou z různých odvětví především z důvodu diverzifikace portfolia.

Pro účely této práce byly vybrány společnosti Fortuna Entertainment Group, Pegas Nonwovens, ČEZ a Philip Morris ČR. Na zvolené akciové tituly budou aplikovány vybrané metody stanovení vnitřní hodnoty akcií a komparativní metody. Následně budou zhodnoceny a porovnány dosažené výsledky se stanovením investičního doporučení.

3.1 Analýza českého akciového trhu

V České republice existují dvě burzy cenných papírů, Burza cenných papírů Praha a RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů. Na obou burzách se obchodují akcie v českých korunách.

3.1.1 Burza cenných papírů Praha (BCPP)

Burza cenných papírů Praha, a.s. (BCPP) je největším a nejstarším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice. Po dlouhé pauze způsobené druhou světovou válkou

a komunistickým režimem byla znovu otevřena v roce 1993. Navázala tak na činnost pražské komoditní a akciové burzy založené roku 1871.⁵³ Pražská burza společně s burzami v Budapešti, Lublani a Vídni tvoří skupinu CEE Stock Exchange Group. Všechny čtyři burzy jsou rovnocennými dceřinými společnostmi centrální holdingové společnosti CEESEG AG. CEESEG je největší burzovní skupinou ve střední a východní Evropě.⁵⁴

Oficiálním indexem Burzy cenných papírů Praha je index PX. Je to cenový index vážený tržní kapitalizací a složený z nejobchodovanějších „blue chips“⁵⁵ titulů. Vypořádání obchodů s cennými papíry probíhá na této burze v čase T+3.

Poplatky za obchodování na BCPP:

- Poplatky obchodníka: 0,35 % z objemu obchodu (min. 40 Kč - max. 1.190 Kč).
- Poplatky trhu: 0,01⁵⁶ % a 0,04⁵⁷ % z objemu obchodu (min. 10 Kč - max. 4.000 Kč)

3.1.2 Česká burza RM-SYSTÉM

Druhým trhem je RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů. Společnost RM-SYSTÉM vznikla v roce 1993 a 1. 12. 2008 se stala standardním burzovním trhem, který se zaměřuje především na drobné a střední investory. Vypořádání obchodů probíhá online. Vedle vypořádání jsou výhodou nízké poplatky při obchodování pokynem EasyClick. Od roku 2007 se na burze RM-SYSTÉM obchodují v českých korunách také některé zahraniční akciové tituly. Mezi nejznámější patří společnosti Volkswagen, Deutsche Telekom, Intel, Exxon Mobil nebo Microsoft.

⁵³ *Profil společnosti* [online]. Web: Burza cenných papírů Praha, a.s., 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <<http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>>.

⁵⁴ *Akcie v ČR* [online]. Web: Fio banka, a.s., 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <<http://www.fio.cz/akcie-investice/obchodovani-akcie/akcie-cr>>.

⁵⁵ „Blue chips“ tímto obecným termínem se označují akcie významných firem, které jsou současně nejvíce obchodované na burzách cenných papírů

⁵⁶ V případě cenných papírů u nichž Fio banka, a.s. vykonává činnost tvůrce trhu (např. AAA Auto, CETV, ČEZ, Erste Group Bank, Fortuna, KB, NWR, Orco, Pegas Nonwovens, Telefónica C.R., Unipetrol, VIG).

⁵⁷ V případě ostatních cenných papírů.

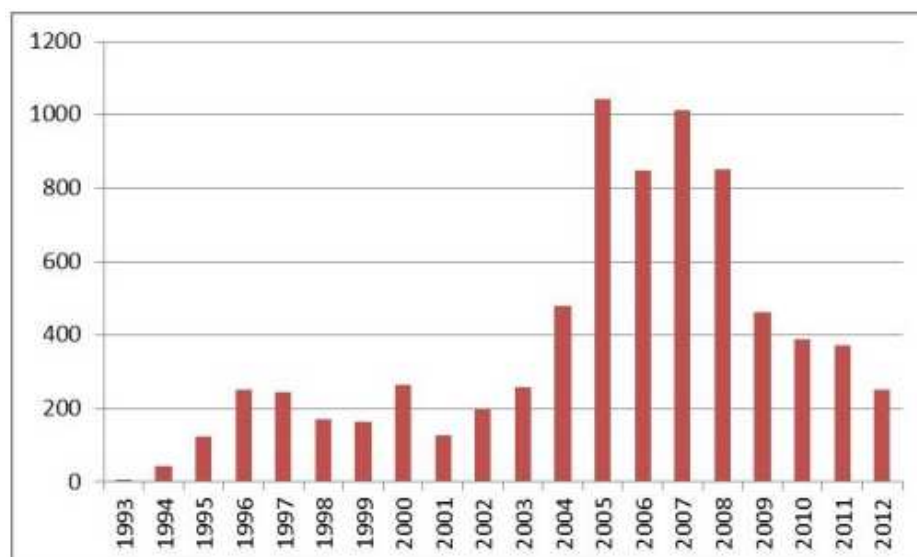
3.1.3 Analýza obchodování na BCPP

Burza cenných papírů Praha (BCPP) se v posledních letech potýká s problémem velkého odlivu investorů a zobchodovaného kapitálu. Hodnota akcií zobchodovaných v Praze za rok 2012 totiž poklesla již pátým rokem v řadě, tentokrát téměř o třetinu na 250,58 miliardy korun. Optimismus nedodává ani fakt, že objemy obchodů v loňském roce meziročně klesaly ve všech měsících až na jeden. Následující tabulka znázorňuje nejvíce obchodované tituly na pražské burze.

Titul	Zobchodovaný objem 2012 (mil. Kč)	Podíl titulu (%)	Aktuální kurz k 29.4.2013 (Kč)
ČEZ	94 017,55	37,54	558,80
Komerční banka	61 445,87	24,53	3 720
Erste	37 724,22	15,06	621,50
Telefónica ČR	33 705,20	13,46	285
NWR	8 036,14	3,21	49,20
CETV	3 977,61	1,59	77,10
Philip Morris ČR	3 139,78	1,25	11 274
Unipetrol	1 991,95	0,8	172
VIG	1 748,35	0,7	1 022
Pegas	1 669,48	0,67	517
KIT Digital	1 465,22	0,59	0
Fortuna	799,69	0,32	104,40
Orco	548,01	0,22	58,10
AAA Auto	157,47	0,06	24,80
TMR	27,42	0,01	1 180

Tabulka 2: Celkový zobchodovaný objem a podíl titulů na BCPP (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat BCPP)

Z tabulky je patrné, že většina obchodů na pražské burze probíhá pouze na několika málo titulech, a to především u společností ČEZ, Komerční banka, Erste a Telefónica ČR. Následující graf znázorňuje vývoj ročních objemů akciových obchodů na pražské burze v mld. Kč a potvrzuje obrovskou klesající tendenci.



Graf 2: Vývoj ročních objemů obchodů na BCPP v mld. Kč (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat BCPP)

Optimismus nedodává ani fakt, že objemy obchodů loni proti roku 2011 klesaly ve všech měsících mimo února. Průměrný objem obchodů za jeden měsíc se v uplynulém roce snížil skoro o 30 procent (cca. 10 mld. Kč) na 20,9 miliardy korun. V obvykle utlumeném prázdninovém měsíci srpnu se potom hodnota všech akcií zobchodovaných na českém trhu propadla proti roku 2011 dokonce na méně než polovinu – ze 46,9 miliardy korun na 20,8 miliardy korun.⁵⁸

Trend klesajících objemů obchodů lze částečně přičítat odklonu investorů od rizikovějších aktiv v důsledku úleku z globální ekonomické krize. Na celkovém poklesu objemů se z části podílí také pokles tržních cen zobchodovaných kusů akcií. Jak velký vliv má pokles tržních cen a pokles objemu obchodů znázorňuje následující tabulka.

⁵⁸ *Objemy obchodů v Praze loni propadly o třetinu. Které tituly táhly nejvíce a co čekat od Xetry?* [online]. Web: Patria online, a.s., 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <<http://www.patria.cz/spravodajstvo/2234167/objemy-obchodu-v-praze-loni-propadly-o-tretinu-ktere-tituly-tahly-nejvice-a-co-cekat-od-xetry.html>>.

Průměrný denní objem	2012 v mil. Kč	2011 v mil. Kč	Změna objemu v %	Změna ceny v %	Změna počtu kusů v %
ČEZ	374,7	561,6	-33%	-10%	-26%
Komerční banka	244,6	337,2	-27%	-4%	-24%
NWR	31,9	130,1	-75%	-50%	-51%
Erste Bank	149	190,1	-22%	-37%	25%
Telefonica CR	134,5	134,9	0%	-5%	5%
CETV	15,7	30	-48%	-56%	18%
Unipetrol	7,9	29,7	-74%	-4%	-72%
Philip Morris	12,5	18,1	-31%	9%	-36%
VIG	7	8,3	-16%	-6%	-10%
Fortuna	3,2	9,5	-67%	-12%	-63%
Pegas	6,5	7,3	-11%	1%	-12%
Orco	2,1	3,8	-43%	-57%	33%
KIT Digital	5,9	4,8	22%	-51%	148%
AAA Auto	0,6	0,8	-17%	-44%	47%
ECM	0	0,3	-100%	-10%	-100%
BCPP Celkem	995,9	1 466,30	-32%	-15%	-20%

Tabulka 3: Podíl poklesu tržní ceny akcií a poklesu zobchodovaných kusů (Zdroj: Vlastní zpracování dle www.patria.cz)

Z tabulky je patrné, že pokles celkového objemu obchodů z důvodu změny ceny akcií je 15 % a pokles změny celkového objemu z důvodu změny počtu zobchodovaných kusů je 20 %. Lze tedy závěrem říci, že k celkovému téměř třetinovému meziročnímu propadu zobchodovaných korunových objemů na BCPP přispěl z 15 % pokles ceny akcií a z 20% pokles počtu zobchodovaných kusů.

3.1.4 Analýza indexu PX

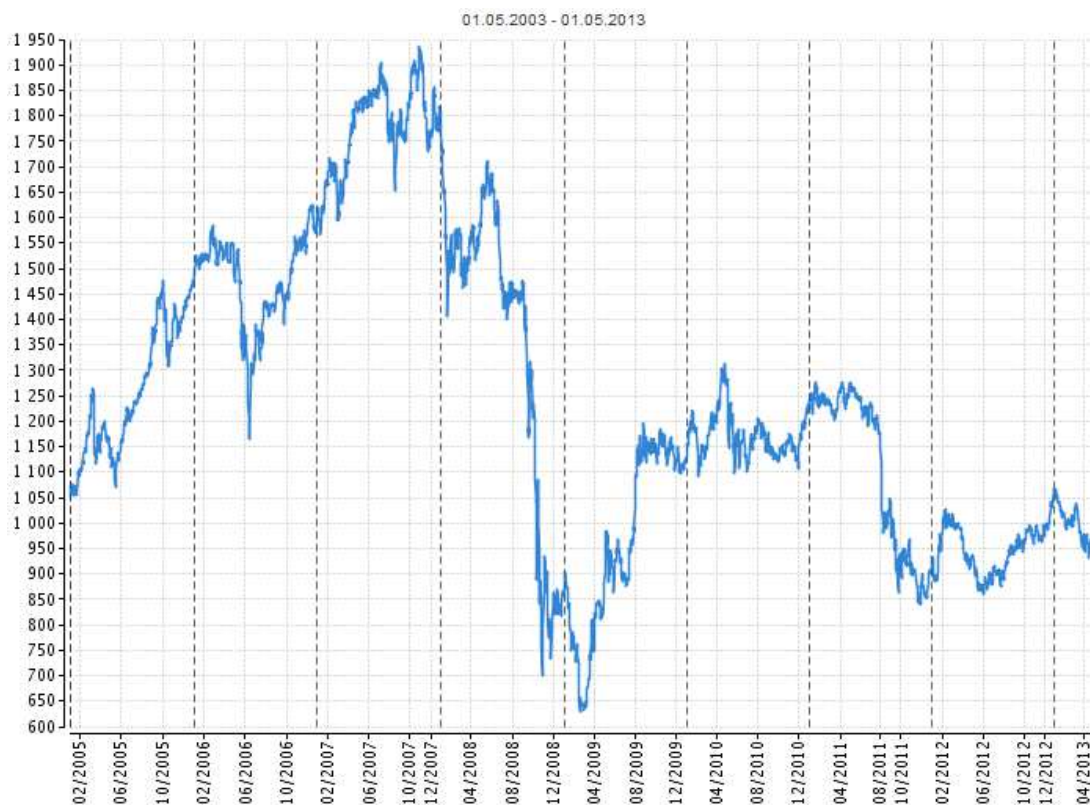
V posledních měsících se mohou investoři i veřejnost často dočítat v mnoha médiích, jak akcie překonávají svá historická maxima. Téměř denně se objevují zprávy, že akcie jsou díky dosažení svých historických maxim příliš drahé a spekuluje se, zda se neblíží nějaká větší korekce na trzích, ba dokonce příchod medvědího trhu. Je třeba si však uvědomit, že svých historických maxim dosahuje v současné době index amerických akcií S&P 500 a částečně také index akcií ve Velké Británii a v Německu. Ostatní

světové akcie za svými maximy stále značně zaostávají a to včetně indexu akcií na pražské burze.



Graf 3: Vývoj indexu S&P 500 (Zdroj: www.akcie.cz)

V předchozím grafu je znázorněn vývoj indexu S&P 500 za posledních 10 let a je vidět, že opravdu v prvním čtvrtletí roku 2013 tento index překonal svá historická maxima z roku 2007. Přestože překonání historického maxima neznamena automaticky nutný pokles cen akcií, je žádoucí, aby se investoři, a to především krátkodobí spekulanti, měli při nejmenším na pozoru.



Graf 4: Vývoj indexu PX (Zdroj: www.akcie.cz)

Z grafu vývoje indexu PX je zřejmé, že pražská burza má k hodnotám z roku 2007 velmi daleko. Je to způsobeno především tím, že akcie zařazené v indexu PX nezažívají v poslední době příliš optimistické období a již nějaký čas z různých důvodů oslabují. Lze tedy obecně soudit, že potenciál k růstu akcií na pražské burze je, ale je třeba zanalyzovat jednotlivé tituly a zjistit, jak na tom reálně jsou.

3.2 Globální analýza

Vývoj akciových trhů je vždy silně ovlivňován jak vývojem ekonomiky příslušného státu, tak také vývojem ekonomiky světové.⁵⁹ Obzvláště to platí v otevřené a značně závislé ekonomice na exportu, jako je Česká republika. Aktuální situace států EU je ve znamení dluhové krize, a to především států jižní Evropy, jako například Španělsko, Itálie, Portugalsko, Řecko, apod. Ekonomická krize odstartovaná v roce 2008 toxickými hypotečními úvěry v USA není především v EU zdaleka zažehnána. Většina států řeší

⁵⁹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 222.

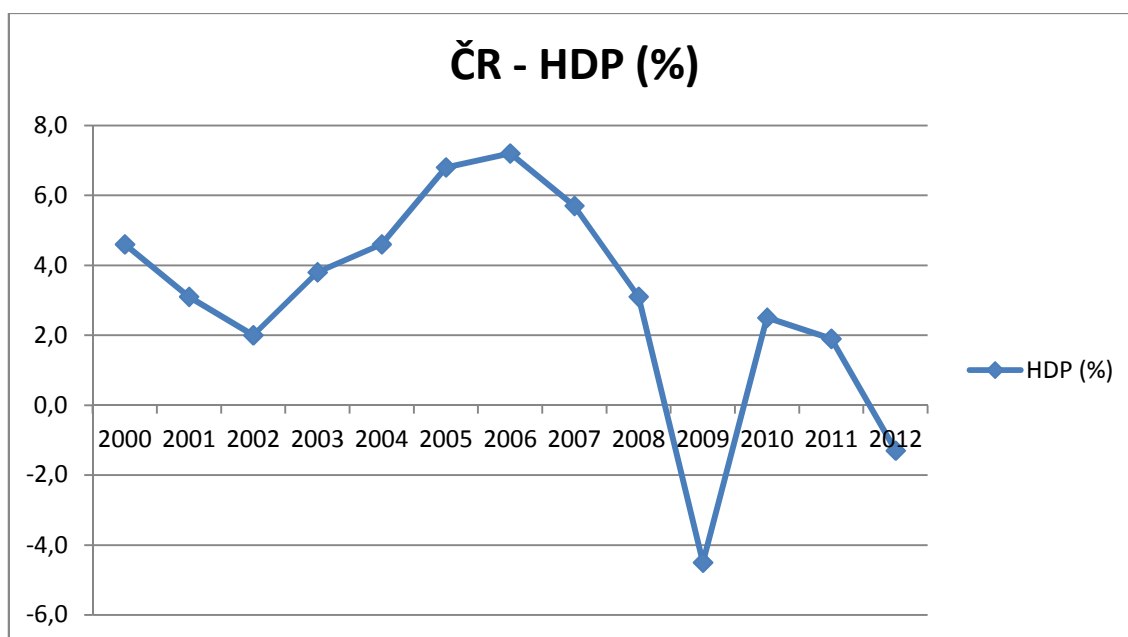
problémy slabého ekonomického růstu, vysoké nezaměstnanosti a stále narůstajícího státního dluhu. Národní banky udržují politiku nízkých (v podstatě nulových) úrokových sazeb. Nejvyšší představitelé EU a eurozóny se snaží nejproblémovějším státům pomoci formou obrovských finančních podpor a je jen otázkou, jak dlouho ještě je tento směr udržitelný.

Analyzované společnosti působí na českém trhu, a tak následující část globální analýzy se bude týkat především České republiky. Česká ekonomika se v současnosti potýká s řadou problémů, přičemž mezi nejvýznamnější lze zařadit slabý ekonomický růst, nízkou poptávku po zboží a službách a vyšší nezaměstnanost.

3.2.1 Reálný výstup ekonomiky

Hrubý domácí produkt (HDP) je základním makroekonomickým ukazatelem toho, jak se daří sledované ekonomice. Slouží jako nástroj pro komparaci s ostatními státy. Z HDP můžeme odvodit mnoho dalších důležitých ukazatelů, které se týkají nejen výkonnosti ekonomiky, ale i její konkurenceschopnosti nebo životní úrovně a blahobytu.

Od roku 2000 do roku 2008 se pohyboval růst HDP v České republice v intervalu mezi 2,1 % a 7,0 %. V roce 2009 se již projevila na výsledcích růstu celosvětová ekonomická krize, kdy v ČR zaznamenali statistici propad -4,5 %. Po následné dva roky česká ekonomika částečně rostla (2,5 % a 1,9 %). Po celý minulý rok 2012 se naše ekonomika nacházela v recesi, kdy za celý rok se HDP meziročně snížilo o -1,3 %. Ve druhé polovině roku 2012 se však hloubka mezičtvrtletních poklesů snižovala, což by mohlo signalizovat slábnutí recese.



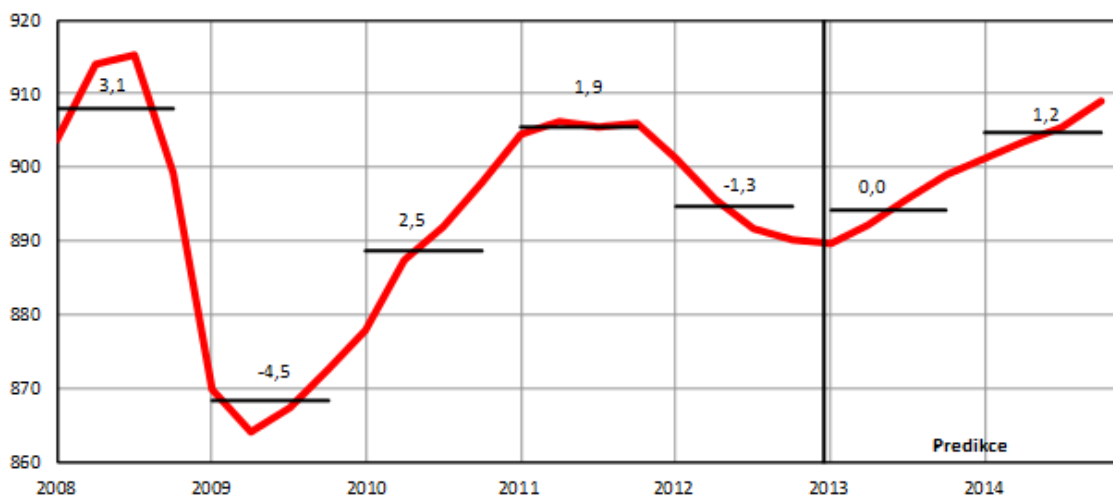
Graf 5: Vývoj HDP ČR (Zdroj: vlastní zpracování dle dat www.czso.cz)

Největší měrou ovlivnily vývoj české ekonomiky výdaje domácností na konečnou spotřebu, které byly v posledním čtvrtletí meziročně nižší o 4,1 %. Šlo o dosud nejhlubší pokles spotřeby českých domácností. Za celý rok 2012 se jejich výdaje snížily reálně o 3,5 %, také nominálně byly nižší v každém čtvrtletí 2012.⁶⁰

Mezičtvrtletní predikce růstu HDP dle Ministerstva financí (MF) pro nadcházející dva roky je znázorněna na následujícím grafu. MF predikuje v roce 2013 růst HDP v řádech desetin procent, tudíž tzv. „kladné nuly“. V roce 2014 již očekává mírný růst okolo 1,8 %. Prognóza je podmíněna tím, jak se bude vyvíjet domácí a zahraniční ekonomika. Viceguvernér ČNB Vladimír Tomšík prohlásil, že: *„Naše ekonomika se momentálně prochází po dně a nikdo neví, jak dlouhá tato procházka bude.“*⁶¹ Podle něj stále nepřicházejí známky oživení nejen z české ekonomiky, ale odkládá se i o růst evropského hospodářství, odkud by měl přijít pro Česko největší pozitivní impuls.

⁶⁰ Vývoj ekonomiky ČR v roce 2012 [online]. Web: Český statistický úřad, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/publ/1109-12-q4_2012.

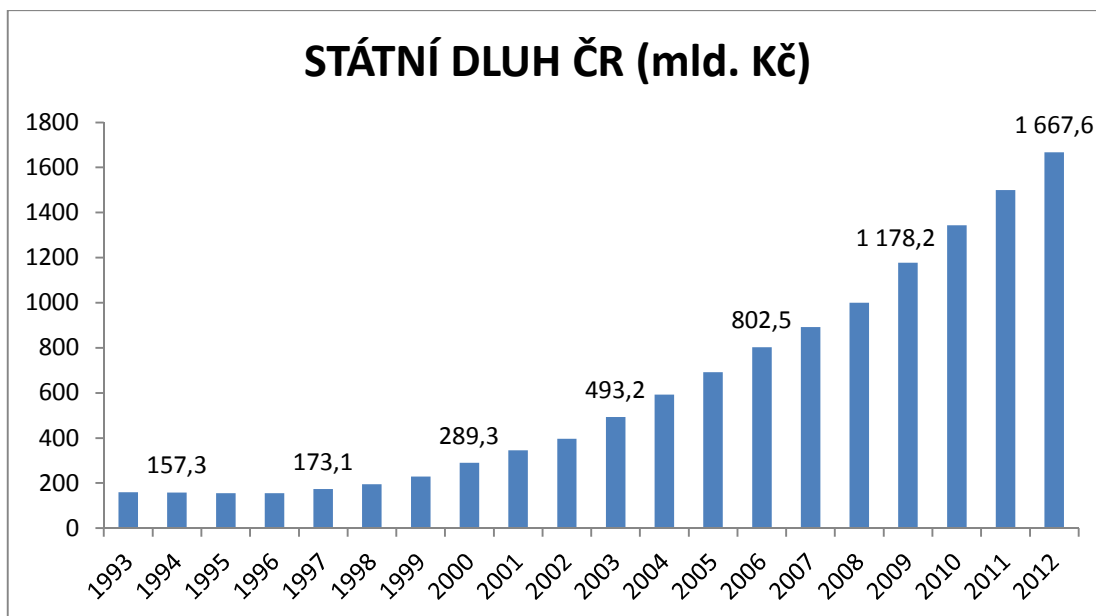
⁶¹ TOMŠÍK, Vladimír. *Tisková konference*. ČNB. Praha. 2. 5. 2013.



Graf 6: Predikce vývoje HDP (Zdroj: www.mfcr.cz)

3.2.2 Fiskální politika

Fiskální politika současné vlády je restriktivní se snahou o neprohlubování státního dluhu. V období nízkého ekonomického růstu nejsou však státní příjmy na takové úrovni, aby i v případě rozpočtových škrťů dosahovala vláda vyrovnaného rozpočtu. Bohužel ani v letech konjunktury neměly vlády ČR přílišný zájem udržet alespoň vyrovnané rozpočty, a tak se každým rokem státní dluh neustále navyšuje. Toto navyšování schodku veřejných financí bylo v první polovině devadesátých let mírné, ale postupem času se neustále zvyšovalo až do dnešní podoby, kdy státní dluh České republiky činí cca 1 670 mld. Kč. V přepočtu na procenta HDP činí současné zadlužení přibližně 46 % HDP. Slabou útěchou nám může být, že v porovnání s ostatními zeměmi EU na tom nejsme zase tak špatně. To ale neznamená, že by naše čísla byla nějak oslnivá, naopak by nás mělo značně znepokojovat, že růst zadlužení je stále rychlejší. Následující graf znázorňuje vývoj státního dluhu České republiky od jejího vzniku.



Graf 7: Vývoj státního dluhu ČR (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.mfcr.cz)

Existují v podstatě dva odlišné názory na současnou fiskální politiku vlády v České republice. Jedni chápou snahu vlády neprohlubovat státní dluh ČR více, než je to z hlediska rozpočtu nejnutnější, a plně rozumí řadě škrťů a úsporných opatření. Do této skupiny lze zařadit také finanční trhy, na kterých česká vláda upisuje státní dluhopisy za velmi příznivé úroky. V říjnu minulého roku Česká republika úspěšně vydala desetileté státní dluhopisy ve jmenovité hodnotě 750 mil. euro s výnosem 2,871 % a se splatností v roce 2022. *“Jedná se o historicky nejnižší výnos, kterého ČR dosáhla na veřejném zahraničním finančním trhu,”* uvedl ministr financí Miroslav Kalousek. Zároveň jde o historicky nejnižší výnos desetiletého dluhopisu, kterého dosáhla jakákoli země střední a východní Evropy.⁶² Na druhé straně panují názory, že vláda přehnanými úspornými opatřeními v době nízkého hospodářského růstu naši ekonomiku spíše přibrzdila. Za předpokladu, že odezní vládní úspory a zvyšování daní a lidé začnou znovu více utrácet, měla by se situace začít zlepšovat.

⁶² *Makroekonomická predikce 2013 Q2* [online]. Web: Ministerstvo financí ČR, 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q2_Tabulky-grafy-C1.pdf.

3.2.3 Peněžní nabídka

Peněžní nabídka je všeobecně považována za jeden z nejdůležitějších faktorů ovlivňujících vývoj akciových trhů. Existuje několik způsobů vysvětlení, kde ve všech případech dochází ke shodnému závěru, že růst peněžní nabídky zvyšuje poptávku po akciích.⁶³ Kvantitativní uvolňování je specifická forma měnové politiky, kterou po vzoru Japonska v době finanční a hospodářské krize využívají zejména Fed, Bank of England a Evropská centrální banka. Centrální banky reagují na výrazný růst poptávky po likviditě (rezervách) ze strany obchodních bank a ostatních subjektů na finančním trhu. V České republice není důvod pro tento nástroj měnové politiky, jaký praktikují především západní země. Dle viceguvernéra ČNB Mojmíra Hampla má ČR jiné problémy než země, které k tomuto kroku přistoupily. „V ČR není ani rozvrácený finanční sektor, nejsou ani problémy s likviditou v něm, není problém s předlužením žádného z klíčových aktérů v ekonomice, ani riziko deflační pasti“.⁶⁴

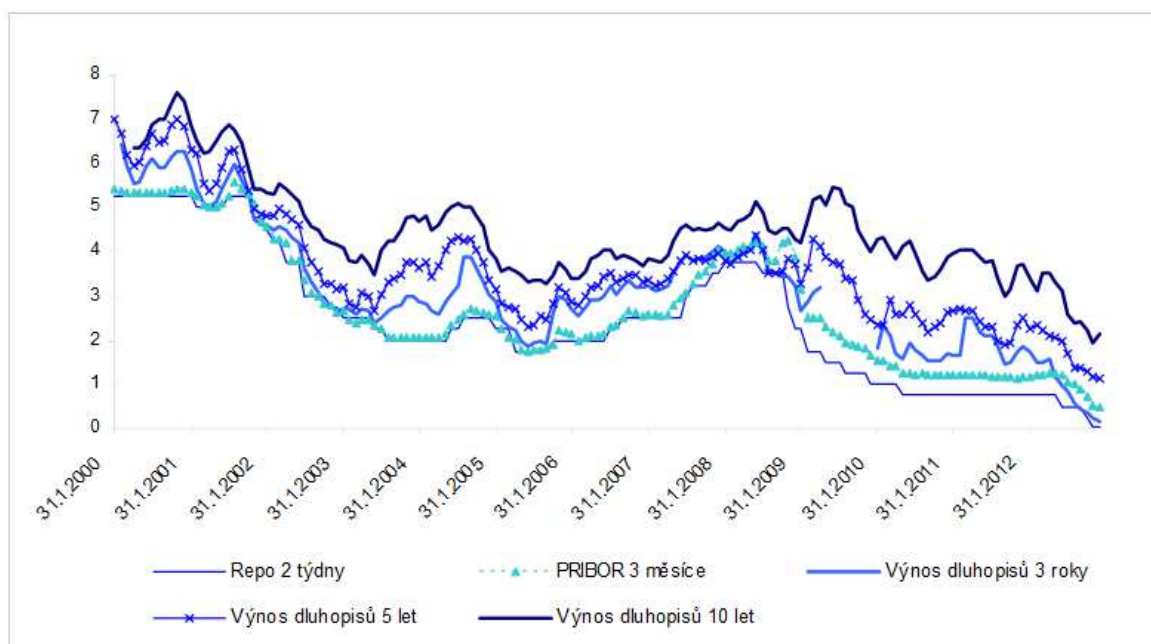
3.2.4 Úrokové sazby

Dvoutýdenní repo sazba ČNB je od 2. listopadu 2012 přenastavena na historicky nejnižší hodnotu 0,05 %. Základní úroková sazba Evropské centrální banky (ECB) je od 11. července 2012 přenastavena na hodnotu 0,75 %, tudíž rozdíl sazeb ČNB a ECB ke dni 4. února 2013 činí 0,7 procentního bodu.

Úrokové sazby na trhu mezibankovních depozit v ČR v prosinci 2012 nevýrazně poklesly oproti sazbám v předchozím měsíci. Nejvíce klesla sazba 6M PRIBOR, a to o 0,04 %. 3M PRIBOR dosáhl v prosinci 2012 hodnoty 0,50 %. Na konci minulého roku zaznamenaly pokles výnosy státních dluhopisů s kratší dobou splatností na kapitálovém trhu v ČR. Naproti tomu výnos desetiletého dluhopisu ČR vzrostl o 0,20 % na 2,12 %. Vývoj jednotlivých sazeb znázorňuje následující graf.

⁶³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 222.

⁶⁴ *V Česku není důvod pro kvantitativní uvolňování měnové politiky* [online]. Web: České noviny, 2012 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <http://www.ceskenoviny.cz/zpravy/v-cesku-neni-duvod-pro-quantitativni-uvolnovani-menove-politiky/868123&id_seznam=1011>.

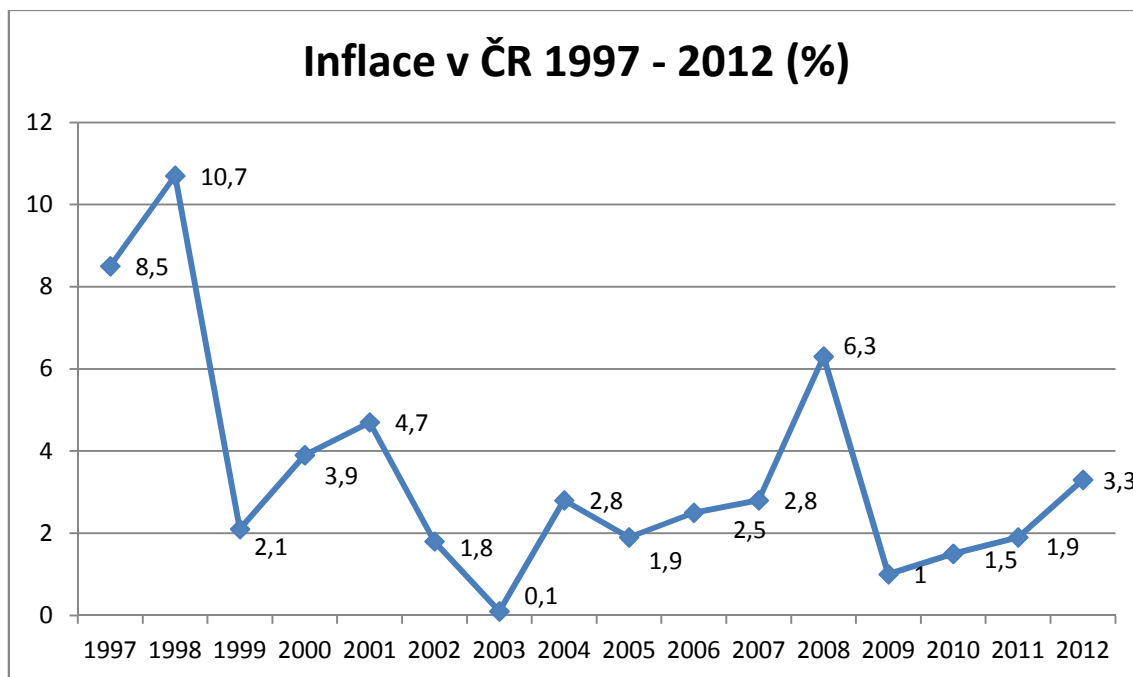


Graf 8: Úrokové sazby finančního trhu v ČR v % (Zdroj: www.cnb.cz)

Z předchozího textu i z grafu je patrné, že úrokové sazby již nemají v podstatě kam klesat. Až se ekonomika zotaví, sazby začnou jistě pomalu růst, což by dle teorie mělo vést k poklesu tržních cen akcií. Domnívám se, že až tato situace nastane, budou převažovat faktory spíše pro růst cen akcií z důvodu lepších hospodářských výsledků firem a ekonomické situace států. Jiný případ jsou dluhopisy, které jsou mnohem více vázány na vývoj úrokových sazeb. Zde se domnívám, že hlavně státní dluhopisy mají na delší dobu svůj růstový potenciál vyčerpaný a v příštích letech nebudou jejich výnosy dosahovat často ani inflace.

3.2.5 Inflace

Obecně lze inflaci chápat jako všeobecný růst cenové hladiny v čase. Inflaci je možno vyjádřit jako procentní přírůstek indexů spotřebitelských cen. Ten vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců proti průměru 12-ti předchozích měsíců. Průměrná inflace v ČR byla za rok 2012 3,3 %. To byl o více než jeden procentní bod vyšší výsledek, než stanovený inflační cíl ČNB, který je na úrovni 2 %. Vývoj průměrné roční inflace od roku 1994 je znázorněn v následujícím grafu.

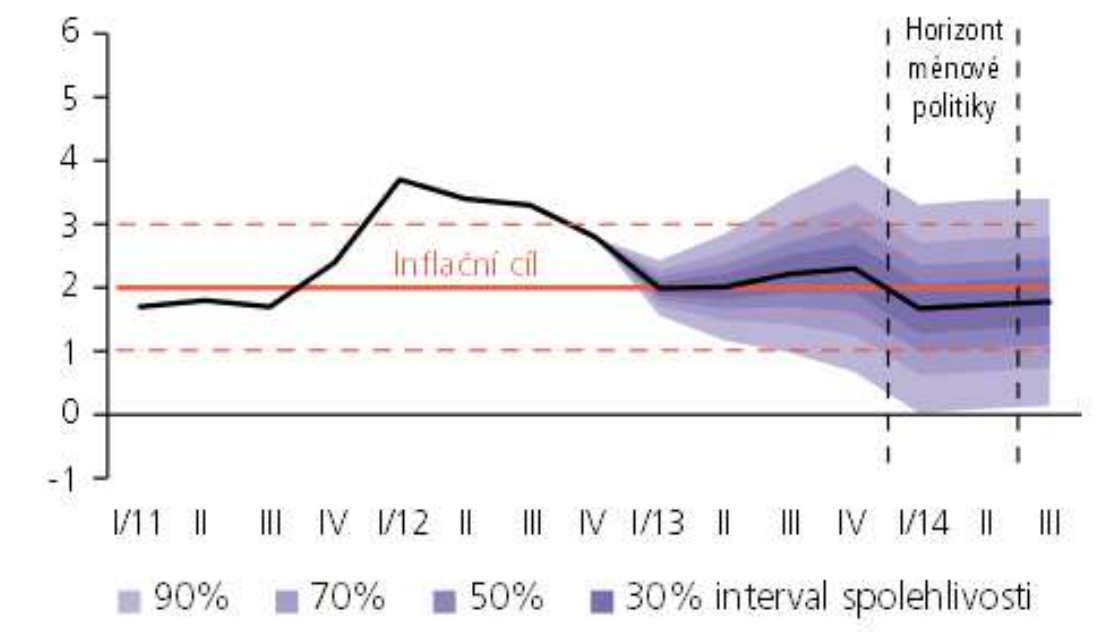


Graf 9: Průměrná roční míra inflace v ČR (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.czso.cz)

Na předchozím grafu je vidět, že s výjimkou roku 2008 byla inflace v posledních deseti letech nízká, nejčastěji v rozmezí dvou a tří procentních bodů.

Predikce inflace pro nadcházející dva roky je dle ČNB 2,1 % v roce 2013 a 1,8 % v roce 2014. V obou letech by se tedy měla pohybovat v blízkosti inflačního cíle ČNB, přičemž rizika jak zrychlení inflace, tak i deflace, se považují nízká.⁶⁵ Graf predikce vývoje inflace je znázorněn na grafu níže.

⁶⁵ *Měnová statistika únor 2013*. [online]. Web: Česká národní banka, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/menova_stat_publ/2013/menstat_1302_CS.pdf.



Graf 10: Inflační cíl ČNB (Zdroj: www.cnb.cz/)

Vějířový graf zachycuje nejistotu budoucího vývoje měnově-politické inflace. Nejtmavší pásmo kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.

3.2.6 Zahraniční kapitál

Statistikou přímých zahraničních investic v České republice a tuzemských přímých investic v zahraničí se zabývá tato kapitola. Z údajů ČNB vyplývá, že zájem investorů o Českou republiku v minulém roce výrazně stoupl. Hodnota přímých zahraničních investic do tuzemské ekonomiky stoupla meziročně pětkrát na 207 miliard korun. Jde o nejlepší výsledek za posledních osm let.⁶⁶

⁶⁶ *Přímé zahraniční investice*. [online]. Web: Česká národní banka, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <<http://www.cnb.cz/cs/obecne/rozsirene-vyhledavani.jsp?cnb-folder=&cnb-search-area=czech-version&cnb-search-all-words=&cnb-search-exact-words=&cnb-search-any-words=p%C5%99%C3%ADm%C3%A9%20zahrani%C4%8Dn%C3%AD%20investice%202012&cnb-number-result=10&cnb-from-day=&cnb-from-month=&cnb-from-year=&cnb-to-day=&cnb-to-month=&cnb-to-year=&cnb-search-action=search&page=1>>.

Naprostá většina investic do ČR směřovala ze zemí Evropské unie. Podle statistik ČNB nejvíc peněz směřovalo do ČR z Nizozemska (89 miliard Kč). Výše přímých zahraničních investic, bez reinvestovaného zisku českých dceřiných firem, činila 89 miliard korun. Reinvestovaný zisk stoupl podle údajů ČNB oproti roku 2011 o 80 miliard na 118 miliard korun. Hlavní ekonom Patria Finance David Marek uvádí, že *„Většina loňských přímých zahraničních investic činily reinvestované zisky zahraničních firem působících v české ekonomice. S růstem ekonomiky v roce 2011 se zvýšily také firemní zisky. Část těchto zisků se vrátila do české ekonomiky formou reinvestic, které se započítávají do přímých zahraničních investic. Ani to ale nestačilo k tomu, aby se oživila celková investiční aktivita“*.⁶⁷

Loňskou statistiku podle informací týdeníku Ekonom vylepšila jedna operace účetního charakteru. Koncern RWE totiž převedl pátevní síť plynovodů Net4Gas z majetku české společnosti RWE Transgas pod nizozemskou dceru RWE Gas International. Kupní cena dosáhla 52,25 miliardy korun. Právě tato položka se podepsala na loňském vysokém přílivu investic z Nizozemska. Statistiku z této země vylepšila i další velká loňská transakce, kdy americká pivovarnická skupina Molson Coors prostřednictvím své amsterdamské pobočky ovládla Pivovary Staropramen.⁶⁸

3.3 Analýza vybraných společností

Následující část diplomové práce je zaměřena na využití modelů pro výpočet vnitřní hodnoty akcie, které jsou uvedeny v teoretické části a následné stanovení investičního doporučení. Výpočty jsou zaměřeny na metody pracující s hodnotou peněz v čase. Z dividendových diskontních modelů bude pro výpočet vnitřní hodnoty akcií využit jednostupňový dividendový diskontní model s konstantním růstem a Gordonův dividendový diskontní model. Dále budou použity ziskové modely, které jsou velmi populární především mezi analytiky. Z těchto jsou vybrány modely založené na

⁶⁷ *Přímé zahraniční investice loni rostly pětkrát na 207 mld. Kč.* [online]. Web: Finanční noviny, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <<http://www.financninoviny.cz/zpravy/prime-zahranicni-investice-v-cr-loni-rostly-petkrat-na-207-mld-kc/913286>>.

⁶⁸ tamtéž.

ukazatelích P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio. Vybrané společnosti budou podrobeny také analýze vybraných finančních ukazatelů.

Tato praktická část práce bude aplikována na vybrané společnosti z českého akciového trhu. Český akciový trh byl zvolen především z důvodu široké dostupnosti dat a vhodnosti vstupních údajů. Dalším důvodem je kurzové riziko, které v případě investování v českých korunách nemusejí čeští investoři podstupovat. Určitou roli hrál také faktor, že v České republice není investování do akcií stále příliš rozšířeno, a tak pro začínajícího a často velmi konzervativního investora, je snadnější začít s investováním na domácím trhu v domácí měně a se společnostmi, které mu jsou známější.

Všechny akciové tituly zvolené pro analýzu jsou obchodovány na pražské burze v českých korunách. Z důvodu diverzifikace bylo cílem vybrat takové společnosti, jež jsou z různých odvětví, mají dostatečnou historii ekonomických výsledků, vykazují stabilní ekonomické výsledky a řadí se mezi tzv. dividendové tituly. Cílem tedy je, aby investice do těchto společností splňovala požadovaná kritéria stanovená v cílech práce. Jedná se především o investici v českých korunách, která má potenciál vyššího zhodnocení než u vkladových produktů v rozmezí cca 6-8 %. Je také žádoucí, aby investice nebyla extrémně volatilní, tudíž se jednalo o tituly s nižším koeficientem beta. Požadovaný byl také pravidelný dividendový výnos i za cenu nižšího potenciálu výnosu kapitálového. Na základě těchto kritérií byly vybrány společnosti Fortuna Entertainment Group, Pegas Nonwovens, ČEZ a Philip Morris ČR.

3.3.1 Fortuna Entertainment Group

Historie společnosti Fortuna sahá již do roku 1990, kdy byla založena pod názvem Fortuna sázková kancelář, a.s. a stala se jednou z prvních porevolučních akciových společností v tehdejší Československu vůbec. O rok později byla založena na Slovensku sesterská společnost Terno. V roce 2005 se novým vlastníkem obou společností stala investiční skupina Penta Investments, která společnosti odkoupila od jejich tehdejších vlastníků. Po jejím vstupu se Fortuna zaměřila na sjednocení značky,

modernizaci provozu a na expanzi na nové trhy. Ještě ve stejném roce přidala do skupiny polskou sázkovou kancelář Profesional, která vznikla v roce 1995.⁶⁹

3.3.1.1 Profil společnosti

Fortuna Entertainment Group N.V.

Počet zaměstnanců: 3 230

Zaměření: Kurzové sázky a loterie

Sídlo: Amsterdam, Nizozemsko

Web: www.fortuna-group.eu

Tržní kapitalizace: 5,56 mld. CZK

Burzy: Praha, Varšava

Průměrný denní objem: 3,78 mil CZK

ISIN: NL0009604859

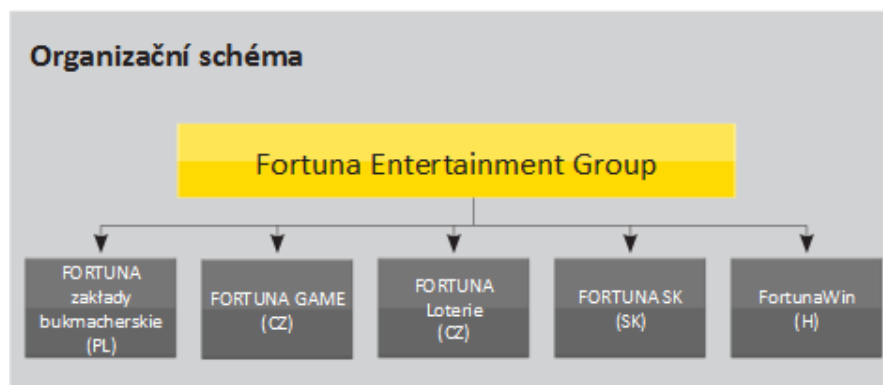
Počet akcií: 52 000 000

BCPP: BAAFOREG

Kurz akcie: 107 Kč (9. 5. 2013)

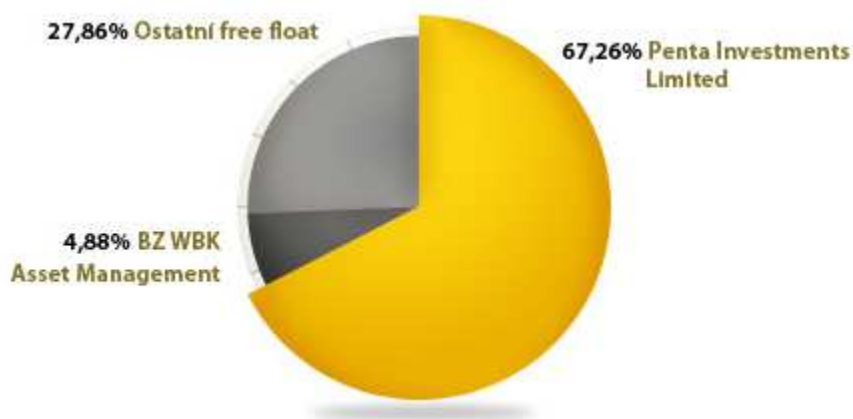
Holding Fortuna Entertainment Group je provozovatel kurzových sázek působících na trzích v České republice, Slovensku, Polsku a Maďarsku. Firma má vazby také na chorvatském trhu, kde působí prostřednictvím partnerské společnosti, která není součástí holdingu, ale patří do investiční skupiny Penta. Přes velkou konkurenci v oboru je společnost největším poskytovatelem kurzových sázek ve střední Evropě. Nabízené produkty lze rozdělit do segmentů sportovního sázení a segmentu loterie. Hlavní činností je poskytování kurzových sázek. Na trzích působnosti používá Fortuna různé distribuční kanály: pobočky, online služby, telefonní služby, SMS zprávy a kiosky. Společnost má stabilní dividendovou politiku s výplatním poměrem 70 – 100 % čistého zisku. V roce 2010 vstoupila Fortuna na pražskou a varšavskou burzu.

⁶⁹ *Historie*. [online]. Web: Fortuna, 2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.cz/cz/o_fortuna_group/historie/index.html.



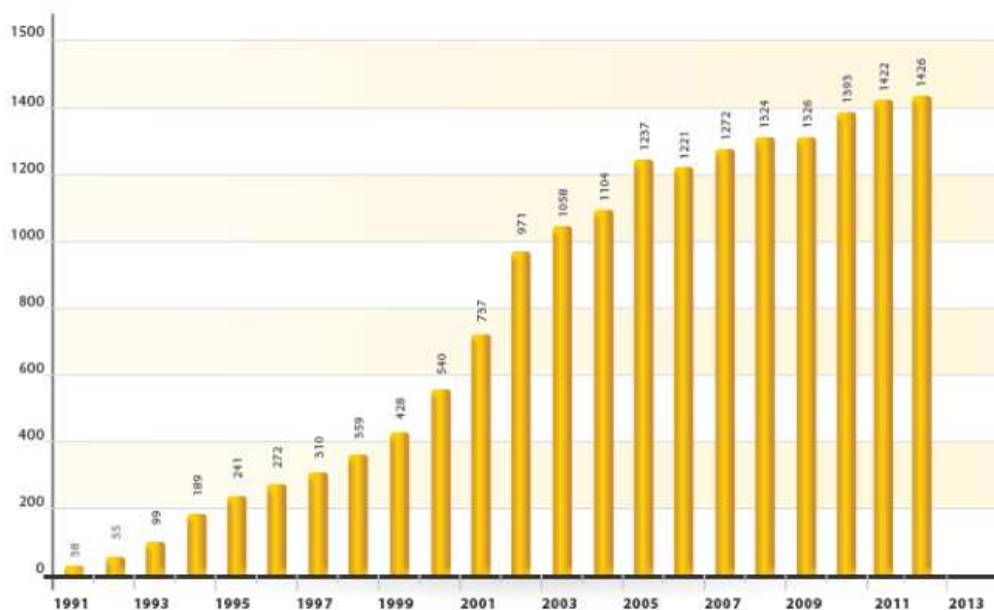
Graf 11: Fortuna - organizační schéma (Zdroj: www.fortunagroup.cz)

Vlastnická struktura společnosti je znázorněna na následujícím grafu. Majoritním akcionářem je společnost Penta Investments, která vlastní dvě třetiny společnosti a udržuje si tak rozhodující vliv při rozhodování. Druhým akcionářem je s téměř pětiprocentním podílem polská banka BZ WBK. Zbýlých více než 27 % podíl je volně obchodovatelný na pražské a varšavské burze.



Graf 12: Fortuna - vlastnická struktura společnosti (Zdroj: www.fortunagroup.cz)

Podíl Fortuny na trhu kurzových sázek je v zemích působnosti podobný kolem jedné třetiny trhu v ČR, Polsku a na Slovensku. Vzhledem ke konkurenci je Fortuna jedničkou na trhu v Polsku a dvojkou v ČR a na Slovensku.



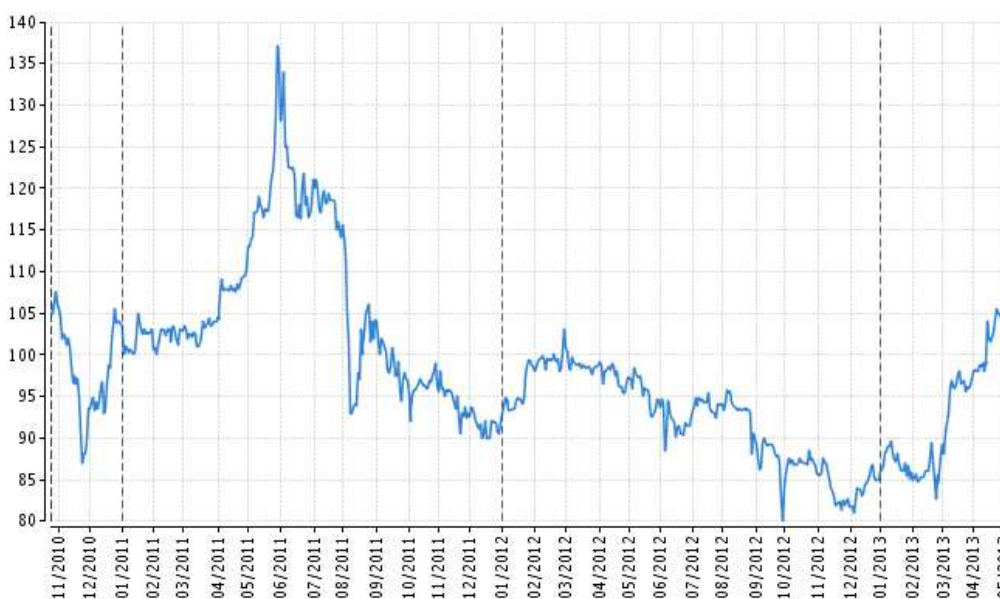
Graf 13: Fortuna - vývoj počtu poboček (zdroj: www.fortunagroup.cz)

Společnost se snaží o expanzi na trhu nejen kamenných poboček a spolupráci se sportovními bary. Velký potenciál růstu je v současné době hlavně v oblasti internetu, kde firma také expanduje v on-line sázení a sázení pomocí mobilních aplikací. Fortuna se snaží přitáhnout zákazníky také spuštěním tzv. live-sázek podávaných přímo v průběhu sportovních utkání. V roce 2011 vstoupila společnost na pole českého **loterijního trhu**, kde do té doby působila pouze dominantní společnost Sazka. Ta se však potýkala ve vážných finančních problémech, čehož chtěla Fortuna a také konkurenční Tipsport využít. Cílem Fortuny bylo získat do dvou let 30 % podíl na trhu loterijního sázení. To se i díky úspěšné restrukturalizaci Sazky nepodařilo. Sazka drží více než 90 % podíl trhu, Fortuna v minulém roce dosáhla úrovně 4,1 % všech loterijních sázek v ČR.

Projekt loterie společnosti Fortuna je v současné době předmětem revize, kdy především díky důsledné kontrole nákladů se dostala v prosinci 2012 poprvé do zisku. Předpokládá se, že firma splní původně plánovaný cíl dosáhnout ziskovosti projektu v první polovině roku 2013.⁷⁰

⁷⁰ *Nové ocenění společnosti Fortuna*. [online]. Web: Fio banka, a.s., 2013 [cit. 2013-04-120]. Dostupné z: http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21_analyzaStrednedoba/cz/129024_nove_oceneni_Fortuna_duben_2013.pdf.

Na následujícím grafu je znázorněn **vývoj tržní ceny akcie** společnosti od jejího vstupu na pražskou burzu v říjnu roku 2010. Upisovací cena činila 105 Kč za jednu akcii.



Graf 14: Fortuna - vývoj tržního kurzu akcie (Zdroj: www.akcie.cz)

Současná tržní cena jedné akcie je téměř totožná s upisovací cenou (107 Kč k 9. 5. 2013). S výjimkou června 2011, kdy se spekulovalo o akvizici Fortuny a Sazky, není sledovaná akcie příliš volatilní a drží se v cenovém pásmu zhruba mezi 80 a 110 Kč za jednu akcii. Svým investorům přináší vysoký dividendový výnos kolem 6 %. Růst ceny akcie v posledních týdnech je pravděpodobně způsoben dobrými hospodářskými výsledky za první čtvrtletí roku 2013, které značně předčily očekávání. Dalším důvodem růstu je jistě fakt, že se blíží rozhodný den pro výplatu dividendy. Management společnosti se navíc rozhodl letos vyplatit nejen čistý zisk z loňského roku, ale také část zadrženého zisku a emisního ážia. Hospodářské výsledky společnosti budou podrobněji analyzovány v kapitole o hospodaření společnosti.

3.3.1.2 Dividendová politika

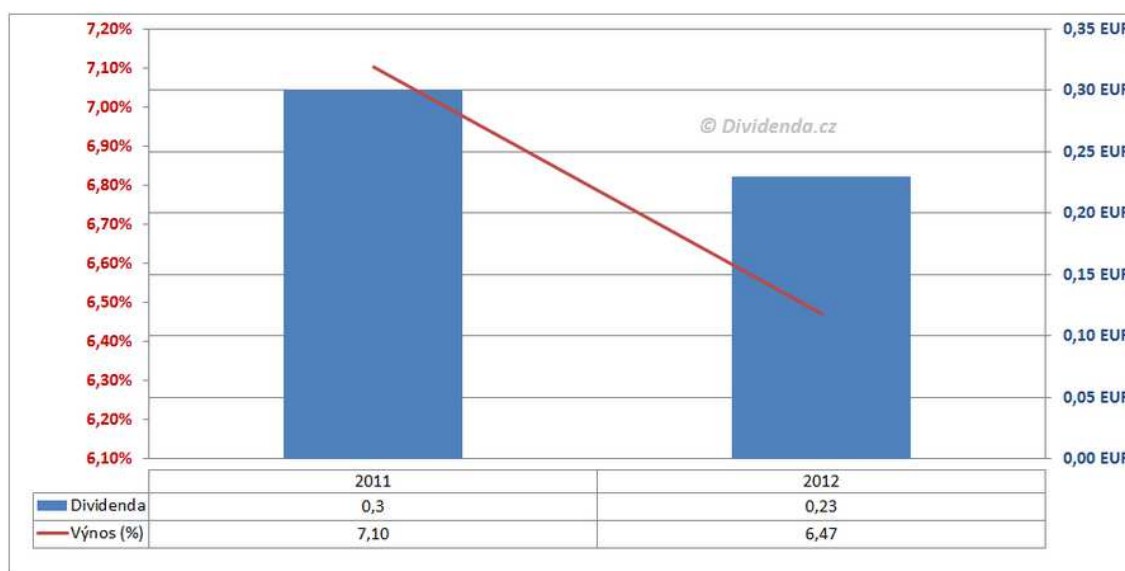
Fortuna Entertainment Group vykazuje stabilní dividendovou politiku. Cílem firmy je každý rok vyplácet 70 – 100 % čistého zisku prostřednictvím dividend. Jak je vidět z následující tabulky, společnost svůj cíl s přehledem dodržuje.

Dividendová politika	2010	2011	2012
Objem vyplacených dividend v mil. EUR	15,6	11,99	12,3
Dividenda na akcii v EUR	0,3	0,23	0,237
Dividendový výplatní poměr v %	90	90	100

Tabulka 4: Fortuna - dividendová politika (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.fio.cz)

Od vstupu na burzu vyplácí společnost pravidelně minimálně 90 % svého čistého zisku akcionářům formou dividendy. Data z tabulky jsou odhad analytiků Fio banky a konečná čísla v příštím roce mohou být dle mého názoru ještě o trochu vyšší, protože dle pozitivních výsledků za první kvartál roku 2013 lze očekávat lepší hospodářské výsledky.

Představenstvo Fortuny překvapilo nejednoho investora, když 11. dubna rozhodlo, že navrhne vyplatit dividendu ve výši 0,67 EUR. Prvních 0,23 EUR se vyplatí z čistého zisku za rok 2012, zatímco 0,1 EUR půjde z nerozděleného zisku z předchozích let a 0,34 EUR se rozdělí z emisního ážia. Celkově se částka tedy bude pohybovat kolem 17 Kč a při současné ceně kolem 107 Kč to představuje dividendový výnos přibližně 16 %. Mimořádná dividendu ve výši 0,34 EUR vyplacená z emisního ážia se bude danit jinak než klasická dividendu.⁷¹ Rozhodným dnem pro nárok na dividendu je 7. června.



Graf 15: Fortuna - dividendový výnos (Zdroj: www.dividenda.cz/)

⁷¹ *Dividenda Fortuna*. [online]. Web: [Dividenda.cz](http://www.dividenda.cz), 2013 [cit. 2013-05-10]. Dostupné z: <<http://www.dividenda.cz/ceske-akcie/dividenda-fortuna/>>.

Dividendový výnos je počítán z ceny akcie na začátku roku. Z předchozího grafu je patrné, že společnost poskytuje svým akcionářům velmi solidní dividendový výnos a dle své politiky by tomu tak mělo být i v budoucnu.

3.3.1.3 Analýza hospodaření společnosti⁷²

Hospodářské výsledky za poslední čtyři roky jsou znázorněny v následující tabulce.

v mil. EUR	2009	2010	2011	2012
Přijaté sázky	337,9	384,2	409,3	467,9
Vyplacené výhry	-253,2	-291,4	-307,5	-356
Hrubé výhry	84,7	92,8	101,8	110,9
_ze sportovního sázení	84,7	92,8	96,7	100,8
_z loterie	N/A	N/A	5,1	10
Výnosy	74,6	81,2	89,8	96,2
Daně a odvody státu	-6,9	-6,8	-9,4	-10,6
Osobní náklady	23,5	25,6	-26,9	26,8
Ostatní provozní výnosy a náklady	-20,6	-23,7	-33,6	36,4
EBITDA	23,5	25,1	20	22,1
Odpisy	-2,1	-2,6	-3,1	-3,7
Provozní zisk	21,4	22,5	16,8	18,4
Finanční náklady	-2,1	-2,3	-0,9	-2,3
Zisk před zdaněním	19,3	20,2	15,9	16,1
Daň z příjmů	-2,4	-2,8	-2,6	-3,8
Čistý zisk	16,9	17,4	13,3	12,3

Tabulka 5: Fortuna - výsledky hospodaření (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.fortuna-group.com)

Z výše uvedené tabulky o hospodaření společnosti je patrné, že Fortuna každý rok nepřetržitě zvyšuje poměr přijatých sázek a s nimi spojených vyplacených výher a hrubých výher. Na úrovni EBITDA a čistého zisku však došlo mezi lety 2010 a 2011 ke značnému meziročnímu poklesu a to i za okolnosti, že se přijaté sázky zvýšily. Tento výsledek však byl způsoben vstupem do loterijního segmentu v České republice v roce 2011. Rozšíření působnosti mělo vliv na náklady společnosti a prosperující segment sportovního sázení v podstatě dotoval ztrátový segment loterijních sázek. Dle cílů managementu společnosti by měl projekt loterijních sázek být v roce 2013 v drobném

⁷² *Finanční výsledky*. [online]. Web: Fortuna, 2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.cz/cz/investori/financni_vysledky/index.html.

zisku, což by se značně mělo odrazit na celkových výsledcích společnosti. Při pohledu na hospodářské výsledky z prvního čtvrtletí roku 2013 zjistíme, že cíl společnosti bude pravděpodobně splněn, protože již za první kvartál tohoto roku se dostal segment loterie do kladných čísel. Podrobněji jsou data znázorněna v následující tabulce.

(v mil. EUR)	Q1 2013	% změna
Přijaté sázky	141,2	24,0%
- z toho sportovní sázení	137,1	26,2%
- z toho loterie	4,1	(20,6%)
Hrubé výhry	33,5	9,0%
- z toho sportovní sázení	31,4	11,7%
- z toho loterie	2,1	(19,7%)
Výnosy	28,8	5,5%
- z toho sportovní sázení	26,7	8,1%
- z toho loterie	2,1	(19,6%)
EBITDA	11,3	34,4%
- z toho sportovní sázení	11,3	17,4%
- z toho loterie	0,04	(103,4%)

Tabulka 6: Fortuna - vybrané finanční ukazatele Q1 2013 (Zdroj: www.investicniweb.cz)

Sázková společnost Fortuna v prvním čtvrtletí přijala sázky za 141,2 milionu eur, což bylo meziročně více o 24 %. Zisk před úroky, daní a odpisy (EBITDA) stoupl o 34,4 % na 11,3 milionu eur. Firma poprvé za čtvrtletí vykázala kladnou hodnotu EBITDA v loterii, což také podpořilo naši ziskovost. Provozní zisk z loterie činil 40 tisíc eur, ve srovnání se ztrátou 1,2 mil. EUR v 1Q12.

Vysoký růst přijatých sázek byl podpořen zejména pokračujícím dvouciferným růstem sázení po internetu na všech trzích, uvedla společnost. Kurzové sázení po internetu na českém trhu podpořilo zrušení manipulačního poplatku. Sázející v Čechách, kteří dříve využívali služeb off-shore sázkových kanceláří, začali přecházet od nelegálních zahraničních sázkových kanceláří k domácím operátorům, což vedlo k zostření konkurence na trhu.⁷³

⁷³ Fortuna s výsledky lepšími na všech úrovních, loterie poprvé s kladným EBITDA. [online]. Web: Patria online, 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2328957/detail.html>.

3.3.1.4 Swot analýza společnosti

Silné stránky

- Dlouhodobé působení na středoevropském trhu se silnou důvěryhodnou značkou
- Druhý největší tržní podíl v kurzových sázkách v ČR a v SR a první nejvyšší v Polsku
- Vedoucí pozice v internetovém sázení v Polsku
- Výplata 70 – 100 % podílu čistého zisku ve formě dividend
- Při výprodeji na trzích se cena akcie propadá mnohem méně, než ostatní tituly

Slabé stránky

- Číselná loterie není v současné době vůči Sazce konkurenceschopná
- Akcie na burze jsou méně likvidní

Příležitosti

- Spolupráce s nadnárodní loterijní společností
- Vyšší podíl tržeb z on-line kurzových sázek
- Rozjezd číselné loterie v dalších zemích
- Rozjezd on-line pokeru a on-line kasin

Hrozby

- Intenzivní konkurence ze strany nízkonákladových on-line provozovatelů kurzových sázek na všech trzích
- Rychlejší než očekávaná migrace zákazníků k on-line sázení v neprospěch kamenných obchodů
- Spolupráce Sazky s nadnárodní loterijní společností
- Nelze vyloučit nepříznivá rozhodnutí regulačních orgánů
- Kolísání měnových kurzů může negativně ovlivnit výsledky hospodaření

3.3.1.5 Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Vnitřní hodnota všech analyzovaných společností bude počítána na základě dividendového diskontního modelu, který je založen na principu diskontování očekávaných peněžních toků plynoucích z akcií (dividend) na jejich současnou hodnotu. Konkrétně bude použit dividendový diskontní model s konstantním růstem (poklesem) a Gordonův dividendový diskontní model. Dále bude vnitřní hodnota počítána pomocí ziskových modelů založených na ukazatelích P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio.

3.3.1.5.1 Vstupní parametry výpočtu

Pro výpočet dividendového diskontního modelu je třeba určit základní vstupy, se kterými modely fundamentální analýzy počítají. Především je třeba spolehlivě určit míru růstu dividend a požadovanou výnosovou sazbu. Míru růstu dividend stanovím dle dividendové politiky a dividendový historie společností. Přihlédnu však také k aktuální hospodářské situaci a především k očekávanému vývoji v budoucnu. K určení požadované výnosové míry využiji oceňovací model CAMP.

Bezriziková výnosová míra

Jako bezrizikovou výnosovou míru lze použít např. výnos státních dluhopisů. Průměrný výnos desetiletých českých státních dluhopisů za posledních dva roky jsem vypočítal na základě dat ČNB ve výši 2,5 %⁷⁴. Všechny analyzované společnosti jsou z prostředí českého kapitálového trhu a pro všechny tedy bude použita tato bezriziková úroková sazba.

$$r_f = 2,5 \%$$

⁷⁴ *Výnosy státních dluhopisů*. [online]. Web: Česká národní banka, 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=1603&p_strid=EB A&p_lang=CS>.

Očekávaná výnosnost akciového indexu

Očekávaná výnosnost akciového indexu či tržní úroková míra by měla odpovídat průměrné tržní výnosové míře akcií na daném trhu. Spočetl jsem tedy průměrný výnos indexu PX od roku 2002. Index PX je oficiálním indexem Burzy cenných papírů Praha a reprezentuje český akciový trh.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
index PX k 31.12.	460	659	1032	1473	1589	1815	858	1117	1224	911	1039
změna (%)	16,7	43,0	56,6	42,7	7,9	14,2	-52,7	30,2	9,6	-25,6	14,0
Arit. Průměr (%)	14,2										

Tabulka 7: Průměrný výnos indexu PX (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.akcie.cz)

Aritmetickým průměrem z meziročních změn byla vypočítána hodnota 14,2 %. Historická výkonnostní data však neručí za data v budoucnu. Osobně se nedomnívám, že by měl v nejbližších letech index PX tak silný potenciál růstu, jako v letech předkrizových, kdy během pěti let (2002 až 2007) se jeho hodnota zvýšila čtyřikrát. Proto tedy do výpočtu požadované výnosové míry dosadím za očekávanou výnosnost akciového indexu 9%.

$$r_m = 9 \%$$

Koeficient beta

Koeficient beta odráží, v jaké míře daný cenný papír podléhá vlivu všeobecného tržního poklesu či vzestupu. Akciové tituly s koeficientem menším než jedna tedy méně rostou v dobách optimismu na trzích, ale naopak v období propadů cen akcií jsou méně náchylné k poklesu vlastního kurzu.

Pro výpočet beta faktoru neexistuje žádná všeobecně platná uzance, která by přesně vymezila z jakého druhu dat případně z jaké časové periody či z jakého vzorce je třeba při kalkulaci beta faktoru vyjít.⁷⁵ Ve snaze minimalizovat zkreslení výsledné hodnoty

⁷⁵ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, s. 395.

beta faktoru budou použita data velkých českých obchodníků s cennými papíry a jako výsledná hodnota bude použit aritmetický průměr těchto hodnot. Pro stanovení koeficientu beta společnosti Fortuna jsou použita aktuální data společností Fio banka, Komerční banka, Cyrrus a Patria.

	FIO	KB	CYRRUS	PATRIA
Beta	0,75	0,705	1	0,59
Průměr	0,76			

Tabulka 8: Fortuna - koeficient beta (Zdroj: Vlastní zpracování)

$$\beta = 0,76 \%$$

Požadovaná výnosová míra

Na základě výše uvedených hodnot byla vypočítána požadovaná výnosová míra:

$$rd = rf + \beta(rm - rf) = 2,5 + 0,76 \cdot (9 - 2,5) = 7,44 \%$$

Míra růstu dividend

Pro získání vstupního údaje v podobě míry růstu dividend existuje několik zcela odlišných zdrojů v závislosti na použitých datech, vypovídající schopnosti a postupech výpočtu. Jde o historickou míru růstu, míru růstu odhadovanou analytiky a míru růstu odvozenou od firemních finančních ukazatelů.⁷⁶ Při stanovení míry růstu dividend na základě výpočtu dle historických dat je třeba si uvědomit, že se jedná o minulou míru růstu, která sice může být do budoucna zachována, nebo se také, k čemuž v praxi dochází často, může v budoucnu měnit. Proto je třeba posoudit také budoucí růstový potenciál společnosti a ten zahrnout do prognózy.

V diplomové práci bude pro stanovení míry růstu dividend využito historie výplaty dividend a budoucího potenciálu firem dle prognózy autora.

⁷⁶ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, s. 379.

Vzhledem k historickým výplatám dividendy, předpokládanému zvyšování čistého zisku a dividendové politice společnosti jsem stanovil míru růstu dividend na 3 %. Domnívám se, že odhad se drží spíše při zemi a dá se předpokládat i růst vyšší.

$$g = 3 \%$$

Predikce výplaty dividend	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Dividenda v EUR	0,67	0,29	0,30	0,31	0,32	0,33
Dividenda v CZK (1 EUR= 25 Kč)	16,75	7,25	7,50	7,75	8,00	8,25

Tabulka 9: Fortuna - predikce výplaty dividend (Zdroj: vlastní zpracování)

Za fiskální rok 2012 management společnosti již vyhlásil navrhovanou dividendu ve výši 0,67 EUR. Zisk na akcii činil sice 0,237, ale vedení firmy se rozhodlo vyplatit také zadržený zisk z minulých let. Predikce vývoje výplaty dividend společnosti Fortuna vychází z předpokladu, že segment loterie se již v roce 2013 dostane do kladných čísel, čemuž napověděly výsledky hospodaření za první čtvrtletí. Čistý zisk by se také dle mého názoru i dle názoru analytiků měl v příštích letech meziročně zvyšovat, což při stávající dividendové politice firmy znamenalo růst dividend přinejmenším ve výši 3 %.

3.3.1.5.2 Dividendový diskontní model

- **Jednostupňový dividendový diskontní model s konstantním růstem**

$$VH = \frac{16,75 \cdot (1 + 0,03)}{(1 + 0,076)} + \frac{7,25 \cdot (1 + 0,03)^2}{(1 + 0,076)^2} + \frac{7,25 \cdot (1 + 0,03)^3}{(1 + 0,076)^3} + \frac{7,25 \cdot (1 + 0,03)^4}{(1 + 0,076)^4} + \frac{7,25 \cdot (1 + 0,03)^5 + 130}{(1 + 0,076)^5} = 132 \text{ Kč}$$

Pro výpočet jednostupňového dividendového modelu byla stanovena výchozí výše dividendy 7,25 Kč. Vzhledem ke zkreslení výpočtů byla do vzorce zahrnuta letošní dividendy pouze pro první rok výpočtu, protože v dalších letech s ní nelze počítat. V případě pětileté držby akcie a předpokládané tržní ceny 130 Kč v pátém roce vychází dle zvoleného modelu vnitřní hodnota 132 Kč.

- **Gordonův dividendový diskontní model**

$$VH = \frac{7,25}{(0,0744 - 0,03)} = 163 \text{ Kč}$$

3.3.1.5.3 Ziskové modely

Pro výpočet vnitřní hodnoty s využitím ziskových modelů byly použity ukazatele P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio.

P/E ratio

Pro výpočet aktuálního stavu ukazatel P/E je třeba znát současný tržní kurz akcie (P) a poslední čistý zisk na akcii (E). Cena akcie Fortuny je k 9.5.2013 107 Kč. Čistý zisk na akcii je dostupný z účetních výkazů společnosti a za rok 2012 činil 0,237 EUR, což je při současné kurzu 5,925 Kč. Nyní tedy lze vypočítat hodnotu ukazatele:

$$P/E = \frac{P}{E} = \frac{107}{5,925} = 18$$

Dále je třeba stanovit normální (P/E_N), které při vynásobení očekávaným ziskem (E_1) na jednu akcii v příštím roce přinese výsledek v podobě vnitřní hodnoty. Očekávaný zisk na jednu akcii je dle odhadů společnosti 6,25 Kč a očekávaná výše dividendy 7,25 Kč. Nyní lze tedy dosadit do vzorců a vypočítat vnitřní hodnotu akcie.

$$P/E_N = \frac{D_1/E_1}{r_d - g} = \frac{7,25/6,25}{0,0744 - 0,03} = 26$$

$$VH = E_1 \cdot P/E_N = 6,25 \cdot 26 = 162 \text{ Kč}$$

P/BV ratio

Hodnotu ukazatele P/BV lze získat dělením zlomku, kde v čitateli je aktuální cena akcie a ve jmenovateli účetní hodnota na akcii. Výpočet vypadá následovně:

$$P/BV = \frac{P}{BV} = \frac{107}{23.5} = 4,5$$

Pro výpočet vnitřní hodnoty prostřednictvím ukazatele P/BV je třeba znát následující hodnoty. Očekávanou účetní hodnotu vlastního kapitálu na akcii (BV_1), rentabilitu vlastního kapitálu (ROE), výplatní poměr (p), požadovanou výnosovou míru (r_d) a míru růstu dividend (g). Potřebná data jsou známa z předchozích výpočtů či z vlastních výpočtů dle predikce vývoje hospodářských výsledků od společností Cyrrus.⁷⁷

$$VH = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot p}{r_d - g} = \frac{25,1 \cdot 0,26 \cdot 0,9}{0,0744 - 0,03} = \mathbf{132\ K\check{c}}$$

P/S ratio

Hodnota ukazatele P/S se vypočítá jako poměr aktuálního kurzu akcie a tržeb na akcii.

$$\frac{P}{S} = \frac{P_0}{S_0} = \frac{107}{46,25} = 2,3$$

Pro výpočet vnitřní hodnoty je třeba použít předpokládané tržby v příštím roce na akcii (S_1) a ziskovou marži (M_1). K výsledku stanovení vnitřní hodnoty veden následující příklad.

$$VH = \frac{S_1 \cdot M_1 \cdot p}{r_d - g} = \frac{48 \cdot 0,128 \cdot 0,9}{0,0744 - 0,03} = \mathbf{124\ K\check{c}}$$

⁷⁷ *Fortuna březen 2013*. [online]. Web: Cyrrus, 2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: <http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/FORTUNA_MARCH_2013.pdf>.

3.3.1.6 Shrnutí analýzy společnosti

Hodnoty vypočtené jednotlivými modely byly porovnávány s aktuálním kurzem akcií Furtuna na BCPP:

$$P_{9.5.2013} = 107 \text{ Kč}$$

	Hodnota	vypočtená vnitřní hodnota akcie	odchylka od ceny akcie k 9.5.2013
DDM	N/A	132 Kč	23,4%
Gordonův model 1	N/A	163 Kč	52,3%
P/E	18	162 Kč	51,4%
P/BV	4,5	132 Kč	23,4%
P/S	2,3	124 Kč	15,9%
Průměr	N/A	143 Kč	33,3%

Tabulka 10: Fortuna - porovnání vypočtených vnitřních hodnot s aktuální cenou akcií na BCPP
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Rozptýl vypočtených vnitřních hodnot akcie je dán pochopitelně různými přístupy a daty, které jednotlivé modely využívají. Do některých modelů navíc vstupují nikoli skutečné, ale prognózované hodnoty některých veličin.

Pro určení výsledné cílové ceny byl použit prostý aritmetický průměr všech vypočtených vnitřních hodnot, čímž se dospělo **k hodnotě 143 Kč** za akcii. Tato hodnota **převyšuje aktuální kurz Fortuna (9. 5. 2013) o 33,10 %**.

3.3.2 Pegas Nonwovens S.A.

Společnost PEGAS NONWOVENS s.r.o. vznikla v roce 1990 jako zcela nová, výhradně česká, privátní firma. Jejím předmětem činnosti se prakticky už od počátku stala výroba netkaných textilií, která je i dnes její hlavní náplní. Tato výroba byla rozšířena v roce 2002 o výrobu bikomponentních netkaných textilií na bázi polypropylenu a polyethylenu. Firma prošla od začátku svého založení rozsáhlým vývojem, kdy původní závod v Bučovicích byl doplněn o druhý výrobní závod v Příměticích a zároveň bylo vybudováno ve Znojmě sídlo vedení společnosti. V sídle

vedení společnosti jsou umístěny ekonomický a obchodní úsek, dále výkonné vedení společnosti. Oba závody slouží jako výrobní jednotky řízené z centrálního sídla firmy. Celková výrobní kapacita firmy je dnes cca 70 tis. tun netkaných textilií. Společnost PEGAS NONWOVENS s.r.o. je rovněž aktivním členem sdružení výrobců netkané textilie v Evropě, EDANA.⁷⁸

3.3.2.1 Profil společnosti

Pegas Nonwovens S.A.

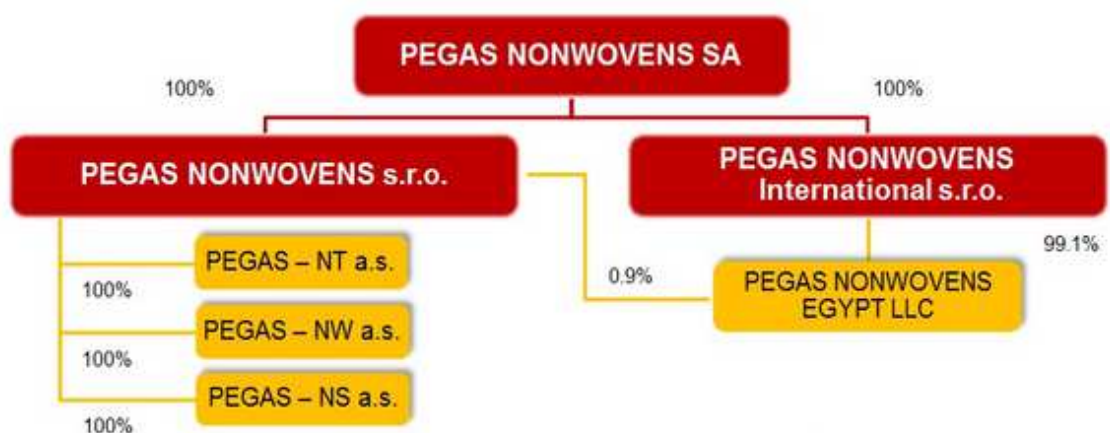
Počet zaměstnanců: 450	Sektor: Netkané textilie
Počet akcií: 9 229 400	Web: www.pegas.cz
Sídlo: Lucemburk, Lucembursko	Burzy: Praha, Varšava
Tržní kapitalizace: 4,85 mld. CZK	ISIN: LU0275164910
Průměrný denní objem: 6.45 mil CZK	BCPP: BAAPEGAS
Kurz akcie: 526 Kč (k 14. 5. 2013)	

Netkané textilie se produkují jako polotovary a nacházejí konečné využití v sektorech osobní hygieny (v dětských jednorázových plenách anebo dámská hygiena) a ve zdravotnictví (pokrývky hlavy, obličejové masky, chirurgické pláště a zástěry). V menším rozsahu mají produkty společnosti využití i v zemědělství, nábytkářství a stavebnictví. Vstupní prvek pro výrobu je polypropylén a polyester. Náklady firmy jsou tedy významně ovlivněné cenou těchto dvou komodit. Pegas je do značné míry závislý na několika málo odběratelích. Až 80% tržeb je generováno pěti největšími. K nejvýznamnějším patří nadnárodní společnost Procter and Gamble, jehož produkty jsou dobře známé zdejšími spotřebiteli. V oboru netkaných textilií vládne vysoká konkurence. Jen na evropských trzích je kolem 30 konkurentů. Pegas podle produkce patří ke špičce. Veškerá výroba společnosti je umístěna ve dvou závodech na Znojemsku. Momentálně společnost buduje výrobu také v Egyptě.⁷⁹ Veřejný úpis akcií

⁷⁸ *Historie společnosti*. [online]. Web: Pegas, 2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: <http://www.pegas.cz/article.asp?nArticleID=3&nDepartmentID=13&nLanguageID=1>.

⁷⁹ *Profil společnosti Pegas Nonwovens*. [online]. Web: Klub investoru, 2013 [cit. 2013-05-10]. Dostupné z: <http://www.klubinvestoru.com/magazin/i1093-profil-spolecnosti-pegas-nonwovens-z-pohledu-krouzku-prazske-burzy>.

Pegas Nonwovens proběhl v prosinci 2006 na burzách v Praze a Varšavě, kde se obchoduje tento titul dodnes.



Graf 16: Pegas - organizační schéma (Zdroj: www.pegas.cz)

Výše uvedený graf znázorňuje aktuální strukturu skupiny. V čele struktury stojí holdingová společnost Pegas Nonwovens SA sídlící v Lucembursku a vlastní 100 % podíl v hlavní provozní společnosti Pegas Nonwovens s.r.o., která má sídlo ve Znojmě. Tato hlavní provozní společnost vlastní 100% podíl ve svých třech provozních dceřiných společnostech Pegas – NT a.s., Pegas – NW a.s. a Pegas – NS a.s. Pro účely realizace potenciálních investičních příležitostí byla v roce 2010 založena společnost Pegas Nonwovens International s.r.o. V červnu 2011 byla skupina rozšířena založením dceřiné společnosti Pegas Nonwovens Egypt LLC za účelem realizace zahraniční expanze, v rámci které se v Egyptě staví nový výrobní závod. Nová výrobní linka je v Egyptě těsně před dokončením, přičemž komerční výroba z této linky by měla začít v průběhu letošního třetího čtvrtletí.⁸⁰

Společnost nemá žádného majoritního akcionáře. Všechny 100% akcie je volně obchodovaných na burze. Největšími akcionáři jsou různé investiční a penzijní fondy z USA (Franklin Templeton Investment 8,27%), z Francie (BNP Paribas 6,57%),

⁸⁰ *Nová analýza společnosti Pegas Nonwovens.* [online]. Web: Fio banka, a.s. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/130207_Pegas_fundamentalni_analyza.pdf>.

z Polska apod. Z tuzemských skupin pravidelně patří mezi největší akcionáře obchodník s cennými papíry v ČR Wood & Company, který vlastní 15 % akcií.

Na následujícím grafu je znázorněn vývoj tržní ceny akcie společnosti na pražské burze od jejího vstupu na burzu v prosinci roku 2006. Upisovací cena činila téměř 800 Kč.



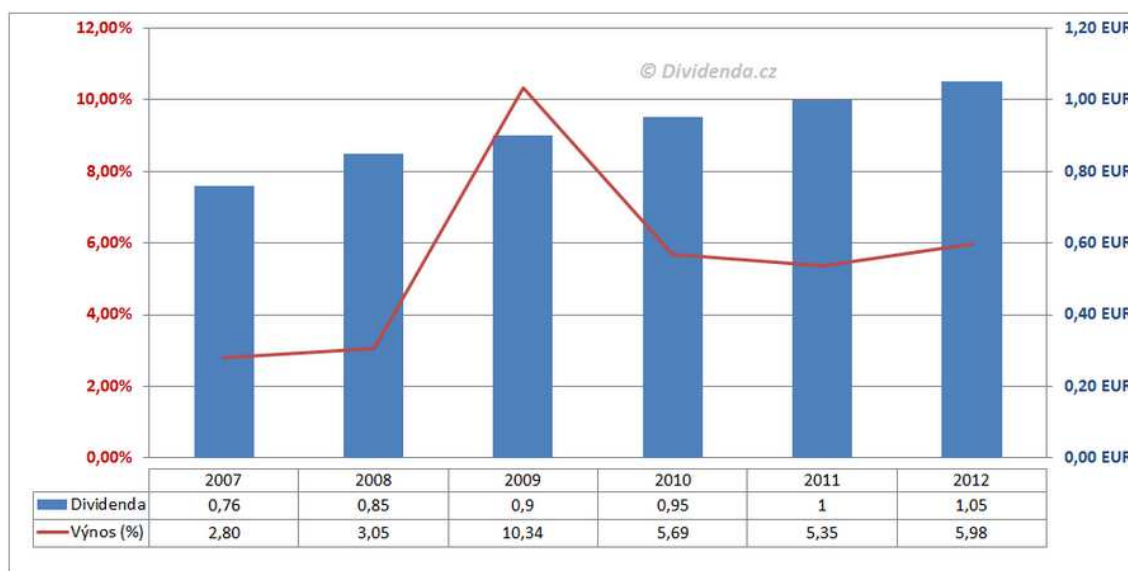
Graf 17: Pegas - vývoj tržního kurzu akcie (Zdroj: www.akcie.cz)

Současná tržní cena jedné akcie je 526 Kč (k 14. 5. 2013). Hned rok po veřejné emisi akcií se titul dostal díky celosvětové ekonomické krizi do sestupného trendu, který se zastavil až na 200 Kč za akcii. Od jara 2009, kdy si všeobecně akcie prošly svým dnem, začal Pegas postupně růst až na téměř 500 Kč za akcii. Aktuálně se již více než 3 roky pohybuje tržní hodnota v úzkém pásmu 420 – 470 Kč. V prvním čtvrtletí dokonce toto pásmo akcie prorazily směrem vzhůru až na současných 526 Kč. Důvodem může být schylující se dokončení výstavby výrobní závodu v Egyptě a rozšíření kapacity výroby.

3.3.2.2 Dividendová politika

Pegas od svého vstupu na akciové trhy zatím každoročně vyplácí dividendu a každoročně docházelo k jejímu meziročnímu navýšení. Nejinak tomu bylo i v loňském

roce. V říjnu roku 2012 byla vyplacena hrubá dividendy ve výši 1,05 EUR na akcii, což bylo meziročně o 0,05 EUR více (podíl objemu vyplacených dividend na čistém zisku roku 2011 činil 69,5 %). Zdrojem výplaty byl čistý zisk roku 2011 a nerozdělený zisk minulých let. Navzdory relativně vysokým investičním výdajům (CAPEX) v souvislosti s výstavbou výrobního závodu v Egyptě, management Pegasu proklamuje, že má v plánu i v budoucích letech pokračovat v politice postupného navyšování dividendy a to za předpokladu udržení uspokojivých výsledků hospodaření. Vzhledem k tomu, že ve střednědobém horizontu společnost očekává, zejména z důvodu rozšiřování výrobní kapacity o egyptské linky, růst ziskovosti společnosti, tak předpokládá pokračování v progresivní dividendové politice.



Graf 18: Pegas – dividendový vývoj (Zdroj: www.dividenda.cz)

Výše uvedený graf potvrzuje pravidelný růst dividend ve výši 5 %. Dividendový výnos, počítaný vždy k ceně akcie na začátku roku, je v posledních letech téměř 6%. V letošním roce mohou investoři očekávat dividendu ve výši 1,10 EUR, její výše bude oznámena v květnu 2013.

3.3.2.3 Analýza hospodaření společnosti⁸¹

Vybrané hospodářské výsledky posledních let jsou znázorněny v následující tabulce.

v mil. EUR	2010	2011	2012
Produkce (tuny)	70 182	73 412	86 056
Výnosy	148,1	165,8	187,7
EBITDA	35,2	36,1	38,1
Depreciace a amortizace (bez GW)	-16,4	-9,2	-11,6
Provozní zisk	18,9	26,9	26,5
Čistý úrokový výnos	-3,3	-4,3	-4,6
Mimořádné neprovozní položky	6,3	-4,3	2,6
Daň z příjmů	-0,9	-4,3	-3,6
Vykázaný čistý zisk	21	14	20,9
Upravený čistý zisk (bez mimořádných položek a GW)	14,7	18,3	18,3
Zisk na akcii (EUR)	2,28	1,51	2,27

Tabulka 11: Pegas - výsledky hospodaření (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.pegas.cz)

Vzhledem k rozšíření produkční kapacity o novou výrobní linku v Egyptě se dá očekávat v příštím roce nárůst objemu produkce. Největší odbyt společnost realizuje v segmentu hygieny, jenž je pro firmu klíčový. Podíl výnosů z prodeje netkaných textilií určených k výrobě hygienických produktů na celkových tržbách se pohybuje okolo 90 %.

Pegas vykázal meziroční nárůst výnosů za rok 2012 o 13,2 % na 187,7 mil. EUR. Za zvýšením výnosů stojí zejména vyšší objemy produkce a prodeje díky zprovoznění nové výrobní linky ve 3Q 2011. Pokles provozního zisku byl způsoben zejména růstem nákladů na spotřebu surovin o zhruba 30 %. Za celý rok 2012 firma naplnila svůj výhled růstu EBITDA o 5 až 15 %, i když jen těsně (+5,7 %). EBITDA byl minulý rok nakonec 38,1 milionu EUR. Výnosy Pegasu vzrostly za loňský rok o 13,2 % na 187,7 milionu EUR, čistý zisk o 49,8 % na 20,9 milionu EUR. Firma by letos měla spustit novou výrobní linku v Egyptě. Pro rok 2013 očekává růst EBITDA o 5 až 15 %, což je stejný odhad jako pro loňský rok.

⁸¹ *Výroční a pololetní zprávy*. [online]. Web: Pegas. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.pegas.cz/default.asp?nDepartmentID=155&nLanguageID=1>.

Výhled hospodaření do dalších let dle analytiků Fio banky je znázorněn v následující tabulce.

v mil. EUR	2013	2014	2015	2016
Výnosy	206,6	230,0	237,0	256,9
EBITDA	41,3	46,7	49,7	52,2
Odpisy	10,8	12,2	12,1	13,2
EBITDA	30,5	34,5	37,6	39,0
Čistý zisk	20,9	26,8	30,0	31,7

Tabulka 12: Pegas - výhled hospodaření (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.fio.cz)

3.3.2.4 Swot analýza společnosti

Silné stránky

- Silná a stabilní pozice na trhu netkaných textilií a pozice technologicky vyspělého hráče na trhu
- Zaměření na defenzivní segment osobní hygieny, stabilní produkce a odbyt
- Pevné vazby na klíčové zákazníky společnosti

Slabé stránky

- Vyšší volatilita cen vstupních surovin
- Tlak na provozní marže v souvislosti s konkurenčním prostředím

Příležitosti

- Zahraniční expanze v Egyptě
- Nárůst produkce díky očekávané instalaci dvou výrobních linek v Egyptě
- Potenciál proniknout na trhy severní Afriky a Blízkého východu
- Potenciál rostoucí spotřeby hygienických výrobků v rozvojových trzích
- Možnost výstavby dalších výrobních linek

Hrozby

- Menší portfolio velkých zákazníků a silné zaměření na jediný segment
- Vliv změny kurzu CZK/EUR na čisté zisky společnosti
- Politické riziko v Egyptě

3.3.2.5 Výpočet vnitřní hodnoty

3.3.2.5.1 Vstupní parametry výpočtu

Koeficient beta a očekávaná výnosnost akciového indexu byla vypočítána v předchozí kapitole.

Bezriziková výnosová míra

$$r_f = 2,5 \%$$

Očekávaná výnosová míra akciového indexu

$$r_m = 9 \%$$

Koeficient beta

	FIO	KB	CYRRUS	PATRIA
Beta	0,53	0,86	N/A	0,85
Průměr	0,75			

Tabulka 13: Pegas - koeficient beta (Zdroj: Vlastní zpracování)

$$\beta = 0,75$$

Požadovaná výnosová míra

Na základě výše uvedených hodnot byla vypočítána požadovaná výnosová míra:

$$r_d = r_f + \beta(r_m - r_f) = 2,5 + 0,75 \cdot (9 - 2,5) = 7,38 \%$$

Míra růstu dividend

Vzhledem ke stabilní dividendové politice firmy, historickým výplatám dividend a potenciálů růstu společnosti lze reálně očekávat míra růstu dividend ve výši 5 %.

$$g = 5 \%$$

3.3.2.5.2 Dividendový diskontní modely

- **Jednostupňový dividendový diskontní model s konstantním růstem**

$$VH = \frac{27,5 \cdot (1 + 0,05)}{(1 + 0,0738)} + \frac{27,5 \cdot (1 + 0,05)^2}{(1 + 0,0738)^2} + \frac{27,5 \cdot (1 + 0,05)^3}{(1 + 0,0738)^3} + \frac{27,5 \cdot (1 + 0,05)^4}{(1 + 0,0738)^4} + \frac{27,5 \cdot (1 + 0,05)^5 + 650}{(1 + 0,0738)^5} = \mathbf{584 \text{ Kč}}$$

Pro výpočet jednostupňového dividendového modelu byla stanovena předpokládaná výše dividendy v letošním roce ve výši 1,10 EUR, což je při současném kurzu 25 CZK/EUR 27,50 Kč dividendový výnos na jednu akcii. V případě pětileté držby akcie a předpokládané tržní ceně za pět let ve výši 650 Kč vychází dle tohoto modelu vnitřní hodnota 584 Kč.

- **Gordonův dividendový diskontní model**

$$VH = \frac{28,75}{(0,0738 - 0,050)} = \mathbf{1\,208 \text{ Kč}}$$

Výsledek vnitřní hodnoty dle Gordonova modelu potvrzuje jeho značnou citlivost na vstupní data. V případě, že by byla požadovaná diskontní sazba pouze o jedno procento vyšší a míra růstu dividend o jedno procento nižší, vychází vnitřní hodnota o mnohem rozdílnější, což je znázorněno v následujícím výpočtu.

$$VH = \frac{28,75}{(0,0838 - 0,040)} = \mathbf{651 \text{ Kč}}$$

3.3.2.5.3 Ziskové modely

Pro výpočet vnitřní hodnoty s využitím ziskových modelů byly využity ukazatele P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio.

P/E ratio

Pro výpočet aktuálního stavu ukazatel P/E je třeba znát současný tržní kurz akcie (P) a poslední čistý zisk na akcii (E). Cena akcie Pegas je k 14. 5. 2013 na pražské burze 526 Kč. Čistý zisk na akcii je dostupný z účetních výkazů společnosti a za rok 2012 činil 2,27 EUR, což je při současné kurzu 56,75 Kč. Nyní tedy lze vypočítat hodnotu ukazatele:

$$P/E = \frac{P}{E} = \frac{526}{56,75} = 9$$

Dále je třeba stanovit normální (P/E_N), které při vynásobení očekávaným ziskem (E_1) na jednu akcii v příštím roce přinese výsledek v podobě vnitřní hodnoty. Očekávaný zisk na jednu akcii je dle odhadů společnosti 56,25 Kč a očekávaná výše dividendy 28,75 Kč. Nyní lze tedy dosadit do vzorců a vypočítat vnitřní hodnotu akcie.

$$P/E_N = \frac{D_1/E_1}{r_d - g} = \frac{28,75/56,75}{(0,0738 - 0,05)} = 21$$

$$VH = E_1 \cdot P/E_N = 56,75 \cdot 21 = \mathbf{1\ 192\ Kč}$$

P/BV ratio

Hodnotu ukazatele P/BV lze získat podělením zlomku, kde v čitateli je aktuální cena akcie a ve jmenovateli účetní hodnota na akcii. Výpočet vypadá následovně:

$$P/BV = \frac{P}{BV} = \frac{526}{382,5} = 1,4$$

Pro výpočet vnitřní hodnoty prostřednictvím ukazatele P/BV je třeba znát následující hodnoty. Očekávanou účetní hodnotu vlastního kapitálu na akcii (BV_1), rentabilitu vlastního kapitálu (ROE), výplatní poměr (p), požadovanou výnosovou míru (r_d) a míru růstu dividend (g).

$$VH = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot p}{r_d - g} = \frac{397,5 \cdot 0,148 \cdot 0,5}{0,0738 - 0,05} = 1\,236 \text{ Kč}$$

P/S ratio

Hodnota ukazatele P/S se vypočítá jako poměr aktuálního kurzu akcie a tržeb na akcii.

$$\frac{P}{S} = \frac{P_0}{S_0} = \frac{526}{508} = 1,04$$

Pro výpočet vnitřní hodnoty je třeba použít předpokládané tržby v příštím roce na akcii (S_1) a ziskovou marži (M_1). K výsledku se lze dostat následujícím způsobem:

$$VH = \frac{S_1 \cdot M_1 \cdot p}{r_d - g} = \frac{585 \cdot 0,09 \cdot 0,5}{(0,0738 - 0,05)} = 1\,106 \text{ Kč}$$

3.2.2.6 Shrnutí analýzy společnosti

$$P_{14.5.2013} = 526 \text{ Kč}$$

	Hodnota	vypočtená vnitřní hodnota akcie	odchylka od ceny akcie k 9.5.2013
DDM	N/A	584 Kč	11,0%
Gordonův model 1	N/A	651 Kč	23,8%
P/E	9	1 192 Kč	126,6%
P/BV	1,4	1 236Kč	135,0%
P/S	1,04	1 106 Kč	110,3%
Průměr	N/A	972 Kč	81,3%

Tabulka 13: Pegas - porovnání vypočtených vnitřních hodnot s aktuální cenou akcií na BCPP
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Pro určení výsledné cílové ceny byl použit prostý aritmetický průměr všech vypočtených vnitřních hodnot, čímž se dospělo k hodnotě **972 Kč** za akcii. Tato hodnota **převyšuje aktuální kurz Pegas (14. 5. 2013) o 81,30 %**.

3.3.3 ČEZ, a.s.

Základ dnešní podoby Skupiny ČEZ byl položen v roce 2003, kdy se energetická společnost ČEZ spojila s distribučními společnostmi. Dnes se Skupina ČEZ řadí k 10 největším energetickým uskupením v Evropě jak z hlediska instalovaného výkonu, tak podle počtu zákazníků. Ve středoevropském regionu zaujímá přední pozici i na trhu s elektřinou. V poslední době se Skupina ČEZ v zahraničí zaměřuje zejména na obnovitelné zdroje, a to hlavně v oblasti větrných a vodních elektráren – v posledních dvou letech např. v Polsku, Rumunsku nebo v Bulharsku.⁸²

3.3.3.1 Profil společnosti

ČEZ, a.s.

Počet zaměstnanců: 31 308

Sektor: Energetika

Počet akcií: 537 989 759

Web: www.cez.cz

Sídlo: Praha, ČR

Burzy: Praha, Varšava, Německo

Tržní kapitalizace: 320,6 mld. CZK

ISIN: CZ0005112300

Průměrný denní objem: 375 mil CZK

BCPP: BAACEZ

Kurz akcie: 562 Kč (k 15. 5. 2013)

Skupina ČEZ je energetickým koncernem, jehož hlavním předmětem podnikání je výroba, obchod a distribuce elektrické a tepelné energie, obchod a prodej zemního plynu a rovněž těžba uhlí. Mateřskou společností celé Skupiny je ČEZ, a. s., jehož hlavním akcionářem je prostřednictvím Ministerstva financí Česká republika s podílem na základním kapitálu téměř 70 %. Skupina (společnost) provádí svoji podnikatelskou činnost jak na území České republiky, která je jejím hlavním trhem, tak v zahraničí. Mezi hlavní zahraniční trhy, ve kterých ČEZ vlastní energetická aktiva, patří Polsko, Rumunsko a Turecko. Podnikání společnosti je rozděleno do segmentů výroba a obchod, distribuce a prodej, těžba a ostatní. Segmenty jsou dále rozděleny do dvou oblastí, a to střední Evropa (SE) a jihovýchodní Evropa (JVE). Segmenty výroba a obchod SE a distribuce a prodej SE jsou nejvýznamnějšími segmenty společnosti.

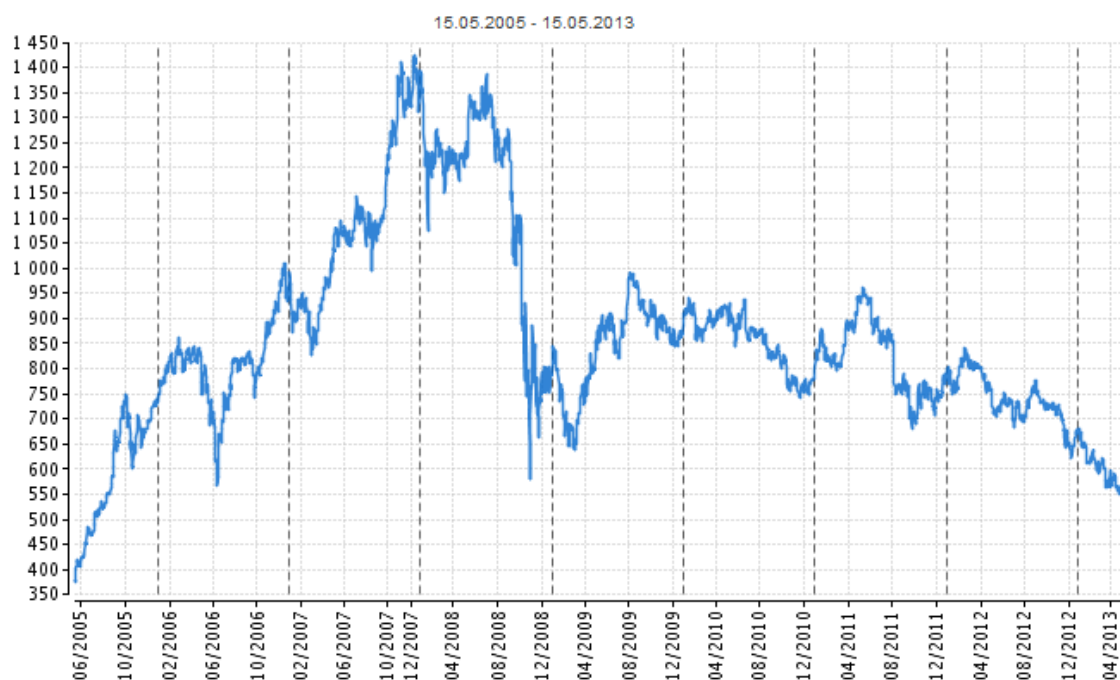
⁸² *Profil skupiny ČEZ*. [online]. Web: ČEZ, 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/skupina-cez/o-skupine-cez/profil-skupiny-cez.html>.

Z hlediska ziskovosti je nejdůležitějším segmentem výroba a obchod SE, v roce 2012 tento segment realizoval provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve výši 56,9 mld. Kč a na celkové EBITDA společnosti se podílel 67 %.⁸³

Největším akcionářem společnosti je Česká republika prostřednictvím Ministerstva financí, které vlastní 69,78 % akcií. Zbýlých 30,22 % je volně obchodovatelných a mezi akcionáře patří jak právnické, tak fyzické osoby. Titul je také zařazen v několika indexech, v indexu pražské burzy zaujímá největší podíl (20,9 %).

Na následujícím grafu je znázorněn tržní vývoj ceny akcie ČEZ od roku 2005. Od vstupu na burzu až do vypuknutí celosvětové ekonomické krize si titul procházel růstovým trendem, který se zastavil až na hodnotách kolem 1 400 Kč za akcii. V březnu 2009, kdy se všeobecně akcie začaly odrážet ze svého dna, byla hodnota akcie ČEZ téměř 600 Kč. Následující tři roky se pohybovaly akcie v pásmu zhruba mezi 700 – 900 Kč. Na konci minulého roku se však titul dostal pod velký prodejní tlak, který se prozatím zastavil v dubnu 2013 na 550 Kč. Současný propad akcií byl způsoben především neúspěšnou misí v Bulharsku, kde ČEZ přišel o distribuční licenci, a tamní distribuční divize byla v lednu 2013 vyřazena z konsolidačního celku Skupiny ČEZ.

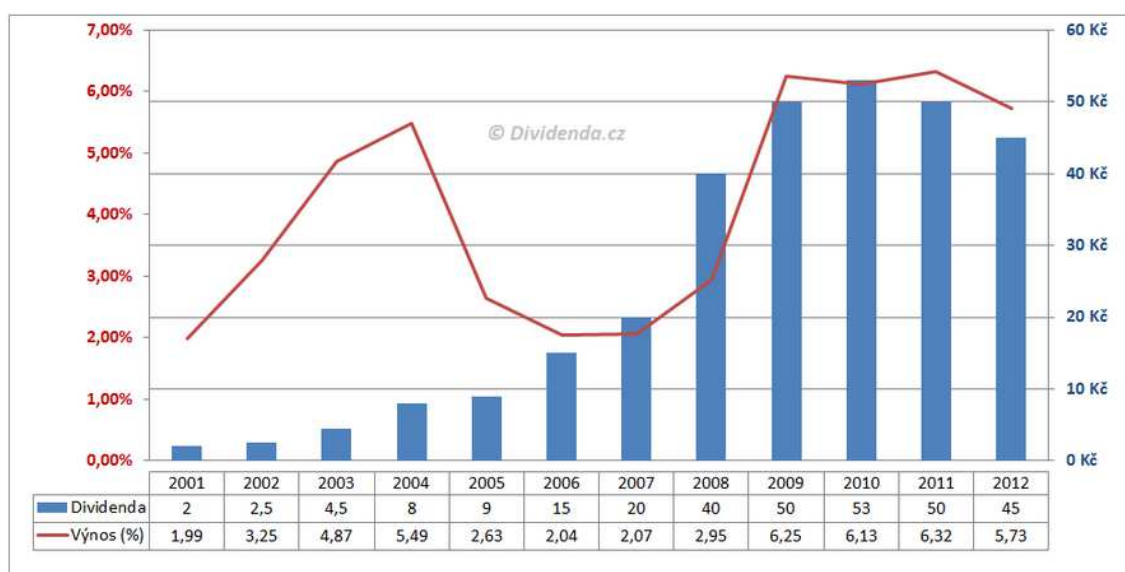
⁸³ *Analýzy a doporučení - ČEZ*. [online]. Web: Fio banka, a.s. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/128780_CEZ_nova_analyza.pdf>.



Graf 19: ČEZ - vývoj tržního kurzu akcie (Zdroj: www.akcie.cz)

3.3.3.2 Dividendová politika

Od roku 2001 se ČEZ rozhodl vyplácet svým akcionářům pravidelnou dividendu ve výši 40-50 % konsolidovaného zisku. Jak společnost rostla a dospívala, přistoupila ke změně dividendové politiky a počínaje fiskálním rokem 2007 navýšila výplatní poměr na 50-60 %. To se výrazně promítlo na dividendě vyplacené v roce 2008, která se oproti minulému roku zvýšila dokonce o 100 % z 20 Kč na 40 Kč.



Graf 20: ČEZ – dividendový výnos (Zdroj: www.dividenda.cz)

Rok 2012 nebyl pro českou dividendovou stálici nijak lehký, když negativní vývoj v Albánii ovlivnil hospodaření společnosti. Ta zaznamenala pokles celoročního čistého zisku o 1,5% na 40,2 miliard korun také vlivem poklesu cen elektřiny a výroby elektráren v ČR. Do dalšího roku ČEZ počítá s dalším poklesem zisku až k 37 mld. Kč, za čímž společnost vidí například i národní regulační podmínky v jihovýchodní Evropě – viz nedávné protesty v Bulharsku. Vyplacená dividendy v roce 2013 bude ve výši 40 Kč, což je tedy o 5 Kč na akcii méně, než v loňském roce. Výše dividendy sice poklesla, ale vzhledem k současným cenám akcií ČEZ to přesto znamená hrubý dividendový výnos přesahující 7 %. Rozhodným dnem pro nárok na dividendu bude na BCPP 21. Červen 2013 a na RM-SYTEM 26. Červen 2013.

Predikce výplaty dividend	2013	2014E	2015E	2016E
Dividenda v Kč	40,0	43,0	37,0	35,0

Tabulka 14: ČEZ – predikce výplaty dividend (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.fio.cz)

Dividenda vyplacená v příštím roce ze zisku roku 2013 by ještě mohla být na obdobné úrovni jako očekávaná letošní. Její výši je odhadována kolem hladiny 43 Kč na akcii, za předpokladu dividendového výplatního poměru blíže 60% hranici. Od roku 2014 se již očekává výraznější dopad klesajících cen silové elektřiny do ziskovosti ČEZ, předpokládá se proto i pokles dividend pod hranici 40 Kč. Z čistého zisku roku 2014 se očekává dividendy kolem úrovně 37 Kč na akcii, v dalším roce je její velikost odhadována mezi 34 – 35 Kč. Pokud by však dividendový výplatní poměr spadl do rozmezí 50 – 55 %, pak je nutno v tomto období počítat s dividendou o 2 – 5 Kč nižší.

3.3.3.3 Analýza hospodaření společnosti⁸⁴

Výnosy společnosti za loňský rok zaznamenaly meziroční růst o 2,5 % na 215,1 mld. Kč, příznivý efekt sehrála mírně vyšší realizační cena elektřiny. Zatímco v roce 2011 ČEZ prodával elektřinu ze svých zdrojů v průměru za 52 EUR/MWh, tak dosažená

⁸⁴ *Hospodářské výsledky*. [online]. Web: ČEZ 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/hospodarske-vysledky.html>.

realizační cena elektřiny v loňském roce byla na úrovni 52,50 EUR/MWh. ČEZ se tak díky své strategii zajišťování tržeb z výroby, v rámci které předprodává elektřinu na tři i více let dopředu, podařilo využít vyšších cen silové elektřiny na burzách v průběhu roku 2011, kdy cena, i díky jadernému neštěstí v japonské Fukušimě, atakovala hranici 60 EUR. Výsledkem pak bylo výše zmíněné 1% zvýšení realizační ceny s pozitivním dopadem do tržeb společnosti. Výnosy ČEZ byly dále podpořeny rekordní produkcí v jaderných elektrárnách Temelín a Dukovany, která u obou zdrojů překonala hranici 15 000 GWh. Konkrétně Temelín v roce 2012 navýšil produkci elektřiny o 10 % na 15 302 GWh a Dukovany vyprodukovaly 15 022 GWh, o 4,5 % více.⁸⁵

mld. CZK	2009	2010	2011	2012
Provozní výnosy	196,4	198,8	209,8	215,1
Provozní náklady	105,3	110,0	122,4	129,6
EBITDA	91,1	88,8	87,3	85,5
EBITDA marže	46%	45%	42%	40%
EBIT	68,2	64,8	61,5	57,9
EBIT marže	35%	33%	29%	27%
Čistý zisk	51,9	46,9	40,8	40,2
Čistý zisk na akcii	96,70 Kč	88,10 Kč	76,30 Kč	77,60 Kč

Tabulka 15: ČEZ - výsledky hospodaření (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.cez.cz)

Nepříznivá situace v Albánii měla nejvýraznější negativní dopad do loňských provozních zisků. Provozní ztráta EBITDA albánské distribuční divize ČEZ Shperndarje dosáhla v roce 2012 úrovně 5,8 mld. Kč, kdy ještě v roce 2011 byl dosažen EBITDA zisk 0,8 mld. Kč. Albánie tak meziročně snížila EBITDA ČEZ o 6,6 mld. Kč. Nebýt tohoto negativního vlivu, pak EBITDA zisk by za rok 2012 měl potenciál dosáhnout úrovně kolem 89 mld. Kč, tedy mírného nárůstu.

Ve střednědobém výhledu je očekáván tlak na tržby a zisky společnosti, a to zejména z důvodu předpokládaného klesajícího trendu cen silové elektřiny, resp. cen elektřiny, za které ČEZ předprodává svojí produkci. Společnost ČEZ v segmentu výroba a obchod

⁸⁵ *Analýzy a doporučení - ČEZ*. [online]. Web: Fio banka, a.s. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/128780_CEZ_nova_analyza.pdf.

realizuje zhruba 65 - 70 % svého provozního zisku EBITDA a z toho důvodu je její hospodaření poměrně silně ovlivněno vývojem cen silové elektřiny. Zatímco pro letošní rok si společnost ještě dokázala (díky předprodejům) zajistit realizační cenu elektřiny kolem úrovně 51,50 EUR/MWh, tak určitý zlom nastane od roku 2014, kdy už se do tržeb a zisků ČEZ začnou projevovat současné nízké tržní ceny elektřiny. ČEZ měl v polovině letošního února na rok 2014 předprodáno 54 % své výroby za cenu 49,50 EUR.

3.3.3.4 Swot analýza společnosti

Silné stránky

- Stabilní společnost s působením ve střední a jihovýchodní Evropě
- Financování za relativně nízké úrokové sazby
- Silná likvidní pozice
- Vysoká provozní marže okolo 40 %

Slabé stránky

- Vliv státu (ČR vlastní 70 % akcií společnosti)
- Velká organizační struktura a menší flexibilita společnosti
- Citlivost výnosů a provozních zisků na tržních cenách elektřiny na energetických burzách

Příležitosti

- Působení na trhu zemního plynu a potenciál rozšiřování zákaznické základny
- Zvýšení podílu na teplárenském trhu
- Plánovaná výstavba dvou bloků jaderné elektrárny Temelín, aktuálně probíhá tendr na dodavatele

Hrozby

- Regulace ze strany EU
- Možné komplikace s dostavou jaderné elektrárny Temelín

3.3.3.5 Výpočet vnitřní hodnoty

3.3.3.5.1 Vstupní parametry výpočtu

Bezriziková výnosová míra

$$r_f = 2,5 \%$$

Očekávaná výnosová míra akciového indexu

$$r_m = 9 \%$$

Koeficient beta

	FIO	KB	CYRRUS	PATRIA
Beta	0,78	0,87	0,85	0,69
Průměr	0,80			

Tabulka 16: ČEZ - koeficient beta (Zdroj: Vlastní zpracování)

$$\beta = 0,80 \%$$

Požadovaná výnosová míra

Na základě výše uvedených hodnot byla vypočítána požadovaná výnosová míra:

$$r_d = r_f + \beta(r_m - r_f) = 2,5 + 0,8 \cdot (9 - 2,5) = 7,7 \%$$

Míra růstu dividend

Vzhledem k predikci hospodářského vývoje společnosti se nedá v nejbližších letech očekávat pravidelný růst dividend. Je možné, že v některých letech výše dividendy dokonce poklesne, podobně jako tomu bylo v letošním roce. Nelze vycházet z výpočtu na základě historických hodnot, protože období růstu společnosti docházelo také

k velkému růstu dividend, což by značně zkreslovalo pozdější výpočet vnitřní hodnoty. Pro další výpočty stanovím tedy pouze jednocentní míru růstu dividend.

$$g = 1 \%$$

3.3.3.5.2 Dividendový diskontní modely

- **Jednostupňový dividendový diskontní model s konstantním růstem**

$$VH = \frac{40 \cdot (1 + 0,01)}{(1 + 0,077)} + \frac{40 \cdot (1 + 0,01)^2}{(1 + 0,077)^2} + \frac{40 \cdot (1 + 0,01)^3}{(1 + 0,077)^3} + \frac{40 \cdot (1 + 0,01)^4}{(1 + 0,077)^4} + \frac{40 \cdot (1 + 0,01)^5 + 700}{(1 + 0,077)^5} = 649 \text{ Kč}$$

Pro výpočet jednostupňového dividendového modelu byla stanovena výše dividendy v letošním roce ve výši 40 Kč. V případě pětileté držby akcie a předpokládané tržní ceně za pět let ve výši 700 Kč vychází dle tohoto modelu vnitřní hodnota akcie ČEZ 649 Kč.

- **Gordonův dividendový diskontní model**

$$VH = \frac{40}{(0,077 - 0,01)} = 597 \text{ Kč}$$

3.3.3.5.3 Ziskové modely

P/E ratio

Cena akcie ČEZ je k 15. 5. 2013 na pražské burze 562 Kč. Čistý zisk na akcii je dostupný z účetních výkazů společnosti a za rok 2012 činil 77,6 Kč.

$$P/E = \frac{P}{E} = \frac{562}{77,6} = 7$$

Očekávaný zisk na jednu akcii je dle odhadů společnosti 73,2 Kč a očekávaná výše dividendy 40 Kč. Nyní lze tedy dosadit do vzorců a vypočítat vnitřní hodnotu akcie.

$$P/E_N = \frac{D_1/E_1}{r_d - g} = \frac{40/73,2}{(0,077 - 0,01)} = 8$$

$$VH = E_1 \cdot P/E_N = 73,2 \cdot 8 = 585 \text{ Kč}$$

P/BV ratio

$$P/BV = \frac{P}{BV} = \frac{562}{468,5} = 1,2$$

$$VH = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot p}{r_d - g} = \frac{421,2 \cdot 0,166 \cdot 0,52}{0,077 - 0,01} = 543 \text{ Kč}$$

P/S ratio

$$\frac{P}{S} = \frac{P_0}{S_0} = \frac{562}{400} = 1,4$$

$$VH = \frac{S_1 \cdot M_1 \cdot p}{r_d - g} = \frac{395 \cdot 0,18 \cdot 0,52}{(0,077 - 0,01)} = 552 \text{ Kč}$$

3.3.3.6 Shrnutí analýzy společnosti

$$P_{15.5.2013} = 562 \text{ Kč}$$

	Hodnota	vypočtená vnitřní hodnota akcie	odchylka od ceny akcie k 15.5.2013
DDM	N/A	649 Kč	15,5%
Gordonův model 1	N/A	597 Kč	6,2%
P/E	7	585 Kč	4,1%
P/BV	1,2	543 Kč	-3,4%
P/S	1,4	552 Kč	-1,8%
Průměr	N/A	585 Kč	4,1%

Tabulka 17: ČEZ - porovnání vypočtených vnitřních hodnot s aktuální cenou akcií na BCPP (Zdroj: Vlastní zpracování)

Pro určení výsledné cílové ceny byl použit prostý aritmetický průměr všech vypočtených vnitřních hodnot, čímž se dospělo **k hodnotě 585 Kč** za akcii. Tato hodnota **převyšuje aktuální kurz ČEZ (15. 5. 2013) o 4,10 %**.

3.3.4 Philip Morris ČR

Historie působení společnosti Philip Morris International v České republice sahá do roku 1987, kdy Československý tabákový průmysl, předchůdce státního Tabáku a.s., započal s licenční výrobou cigaret značky Marlboro. V roce 1992 získala společnost Philip Morris Companies Inc. většinový podíl ve státem vlastněné společnosti Tabák, a.s., která od roku 2000 nese jméno Philip Morris ČR a.s. Továrna společnosti v Kutné Hoře je jediným závodem pro výrobu cigaret a tabákových výrobků v České republice. Její provoz je od roku 1992 neustále modernizován a rozšiřován. V letech 2008 – 2010 společnost do její modernizace investovala 750 mil. korun.⁸⁶

⁸⁶O společnosti Philip Morris ČR. [online]. Web: Philip Morris. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.pmi.com/cs_cz/about_us/philip_morris_cr_overview/pages/philip_morris_cr_overview.aspx>.

3.3.4.1 Profil společnosti

Philip Morris ČR, a.s.

Počet zaměstnanců: 1 100	Sektor: Tabák
Počet akcií: 2 745 386	Web: www.pmi.com
Sídlo: Kutná Hora, ČR	Burzy: Praha
Tržní kapitalizace: 30,1 mld. CZK	ISIN: CS0008418869
Průměrný denní objem: 12.5 mil CZK	BCPP: BAATABAK
Kurz akcie: 11 200 Kč (k 29. 4. 2013)	

Philip Morris ČR je akciová společnost, která působí na českém trhu v tabákovém průmyslu a vlastní 99 % ve Philip Morris Slovakia. Společně se svou pobočkou na Slovensku - Philip Morris Slovakia s.r.o., vyrábí, prodává a distribuuje své výrobky na místní český a slovenský trh a také se soustředí na vývoz. Mezi nejznámější značky společnosti patří Marlboro, L&M, Petra či Sparta. Společnost je pobočkou své mateřské společnosti - Philip Morris International Inc., která zajišťuje výrobu a prodej různých značek cigaret, dalších tabákových výrobků či značkových potravin a nápojů. Firma vlastní jeden výrobní závod situovaný v Kutné Hoře a sklad ve Strážnicích.⁸⁷

Philip Morris je jedničkou na trhu s cigaretami v ČR i na Slovensku, ale stejně jako ostatní výrobci tabákových výrobků se potýká s klesající poptávkou na evropském trhu, což je důsledkem řady protikuřáckých kampaní a restriktivních opatření, které mají omezit kouření například v restauracích. Velmi značnou roli také hraje tendence ke zvyšování spotřební daně a DPH. Proto lidé často přechází k levnějším značkám cigaret, kde firma nemá příliš silný podíl.

Na následujícím grafu je znázorněn vývoj tržní ceny akcie společnosti na pražské burze od roku 2005. Z grafu je patrný prudký propad akcií v roce 2006 z hodnot kolem 18 000 Kč na hodnoty v pásmu 9 000 až 12 000 Kč za akcii. V roce 2008, kdy vypukla finanční a ekonomická krize se na jeden čas dostaly hodnoty akcií PM až k 4 000 Kč. Již od roku 2010 se akcie obchodují opět v pásmu mezi 9 000 Kč a 12 000 Kč.

⁸⁷ Philip Morris ČR. [online]. Web: Fio banka, a.s. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/374-philip-morris-cr>.



Graf 21: Philip Morris - vývoj tržního kurzu akcie (Zdroj: www.akcie.cz)

3.3.4.2 Dividendová politika

Philip Morris ČR patří k tradičně nejštědřejším společnostem, které na pražské burze vyplácejí dividendu. Silná pozice na trhu, nízké zadlužení a investiční výdaje, to vše nahrává do karet akcionářům, kterým PM CR často vyplácí celý nekonsolidovaný zisk. Ostatně většina tabákových společností má velmi silný a stabilní přísun peněžních prostředků, jelikož lidé se kouření neradi vzdávají a to dokonce i během zpomalení ekonomiky, tudíž se titul řadí spíše k anticyklickým. Výplatní poměr bývá často přes 100 % - měřeno průměrem za posledních 5 let. V praxi to znamená, že společnost vyplatí více peněz na dividendě, než dokáže vydělat za daný rok, což se děje postupným rozpouštěním zadržených zisků z minulých let. Následující graf ukazuje vývoj hrubé dividendy a zisku na akcii.



Graf 22: Philip Morris – dividendový výnos (Zdroj: www.dividenda.cz)

Dividenda je v letošním roce navržena ve výši 900 Kč a rozhodným dnem pro nárok na dividendu je 17. 4. 2013. Hrubý dividendový výnos je tak k dnešnímu kurzu 11 200 Kč (k 29. 4. 2013) 8 %.

3.3.4.3 Analýza hospodaření společnosti⁸⁸

Philip Morris ČR loni klesl čistý zisk o 3,9 procenta na 2,44 miliardy korun. Tržby bez spotřební daně a DPH za rok 2012 meziročně vzrostly o 6,6 procenta na 12,96 miliardy korun. Firma zvýšila tržby zejména v důsledku příznivého vývoje cen v Česku a na Slovensku, vývoje měnového kurzu a vyššího objemu vývozu o 23,7 procenta. Tento nárůst byl částečně eliminován nižším objemem prodeje a mírou zastoupení jednotlivých značek na trhu v České republice a na Slovensku.

⁸⁸ *Výroční zprávy, pololetní zprávy a mezitimní zprávy*. [online]. Web: Philip Morris. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: http://www.pmi.com/cs_cz/about_us/philip_morris_cr_shareholder_information/pages/reports_and_statements.aspx.

v mil. Kč	2009	2010	2011	2012
Tržby bez spotřební daně a DPH	11690	11402	12155	12963
Náklady	-6398	-6518	-7130	-8025
Hrubý zisk	5292	4884	5025	4938
Provozní zisk	3206	2946	3146	3039
Čistý zisk	2506	2390	2541	2441
Čistý zisk na akcii (v Kč)	913	870	926	889

Tabulka 18: Philip Morris - výsledky hospodaření (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.pmi.com)

Na trhu v České republice podle výroční zprávy společnosti klesl odbyt o 7,5 procenta, na slovenském trhu o 1,2 procenta a export vzrostl o 23,7 %. Právě v exportu vidím značný potenciál růstu společnosti v dalších letech. Odbyt podle segmentu v milionech ekvivalentních jednotek je znázorněn v následující tabulce.⁸⁹

v mil ekvi. jednotek	2011	2012	% změna
Česká republika	9347	8644	-7,5
Slovensko	3698	3652	-1,2
Vývoz	15672	19 385	23,7
CELKEM	28717	31681	10,3

Tabulka 19: Philip Morris - odbyt dle segmentů (Zdroj: Vlastní zpracování dle dat www.pmi.com)

3.3.4.4 Swot analýza společnosti

Silné stránky

- Silná a stabilní pozice na trhu tabákového průmyslu v ČR a na Slovensku
- Zaměření na defenzivní anticyklický segment
- Široké portfolio značek
- Vysoká ziskovost, nízká zadluženost podniku

⁸⁹ Odbyt včetně ostatních tabákových produktů jako jsou cigarilos a tabák pro ruční výrobu cigaret.

Slabé stránky

- Většina tržeb společnosti pouze z trhu ČR a Slovenska

Příležitosti

- Zvyšování vývozu do dalších zemích je prostor pro další růst společnosti

Hrozby

- Státní regulace, zvyšování daní
- Trend boje proti kouření a prosazování zdravého životního stylu
- Pašování cigaret z východních zemí
- Přesun kuřáků k levnějším značkám a baleným cigaretám

3.3.4.5 Výpočet vnitřní hodnoty

3.3.4.5.1 Vstupní parametry výpočtu

Bezriziková výnosová míra

$$r_f = 2,5 \%$$

Očekávaná výnosová míra akciového indexu

$$r_m = 9 \%$$

Koeficient beta

Koeficient beta je dle údajů Patria.cz na úrovni 0,16. Pro výpočty vnitřní hodnoty použijí koeficient beta ve výši 0,5 z důvodu zabránění zkreslení ve výpočtech.

$$\beta = 0,5 \%$$

Požadovaná výnosová míra

Na základě výše uvedených hodnot byla vypočítána požadovaná výnosová míra:

$$rd = rf + \beta(rm - rf) = 2,5 + 0,5 \cdot (9 - 2,5) = 5,75 \%$$

Míra růstu dividend

Vzhledem ke stabilní dividendové politice firmy, historickým výplatám dividend a očekávanému budoucímu vývoji společnosti stanovují míru růstu dividend lehce zápornou na úrovni -1 %.

$$g = -1 \%$$

3.3.4.5.2 Dividendový diskontní modely

- **Jednostupňový dividendový diskontní model s konstantním růstem**

$$VH = \frac{900 \cdot (1 - 0,01)}{(1 + 0,0575)} + \frac{900 \cdot (1 - 0,01)^2}{(1 + 0,0575)^2} + \frac{900 \cdot (1 - 0,01)^3}{(1 + 0,0575)^3} + \frac{900 \cdot (1 - 0,01)^4}{(1 + 0,0575)^4} + \frac{900 \cdot (1 - 0,01)^5 + 11\,000}{(1 + 0,0575)^5} = \mathbf{12\,026\,Kč}$$

- **Gordonův dividendový diskontní model**

$$VH = \frac{910}{(0,0575 + 0,01)} = \mathbf{13\,481\,Kč}$$

Výsledek vnitřní hodnoty dle Gordonova modelu znovu potvrzuje jeho značnou citlivost na vstupní data.

3.3.4.5.3 Ziskové modely

P/E ratio

Pro výpočet aktuálního stavu ukazatel P/E je třeba znát současný tržní kurz akcie (P) a poslední čistý zisk na akcii (E). Cena akcie Pegas je k 14. 5. 2013 na pražské burze 526 Kč. Čistý zisk na akcii je dostupný z účetních výkazů společnosti a za rok 2012 činil 2,27 EUR, což je při současné kurzu 56,75 Kč. Nyní tedy lze vypočítat hodnotu ukazatele:

$$P/E = \frac{P}{E} = \frac{11\,200}{889} = 13$$

$$P/E_N = \frac{D_1/E_1}{r_d - g} = \frac{910/942}{(0,0575 + 0,01)} = 14$$

$$VH = E_1 \cdot P/E_N = 942 \cdot 14 = \mathbf{13\,188\,Kč}$$

P/BV ratio

$$P/BV = \frac{P}{BV} = \frac{11\,200}{2985} = 3,7$$

$$VH = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot p}{r_d - g} = \frac{3027 \cdot 0,31 \cdot 0,96}{0,0575 + 0,01} = \mathbf{13\,346\,Kč}$$

P/S ratio

$$\frac{P}{S} = \frac{P_0}{S_0} = \frac{11\,200}{4722} = 2,4$$

$$VH = \frac{S_1 \cdot M_1 \cdot p}{r_d - g} = \frac{5027 \cdot 0,189 \cdot 0,96}{(0,0575 + 0,01)} = \mathbf{13\,513\,Kč}$$

3.3.4.6 Shrnutí analýzy společnosti

$$P_{29.4.2013} = 11\,200 \text{ Kč}$$

	Hodnota	vypočtená vnitřní hodnota akcie	odchylka od ceny akcie k 9.5.2013
DDM	N/A	12 026 Kč	7,4%
Gordonův model 1	N/A	13 481 Kč	20,4%
P/E	13	13 188 Kč	17,8%
P/BV	3,7	13 346 Kč	19,2%
P/S	2,4	13 513 Kč	20,7%
Průměr	N/A	13 111 Kč	17,1%

Tabulka 20: Philip Morris – porovnání vypočtených vnitřních hodnot s aktuální cenou akcií na BCPP (Zdroj: Vlastní zpracování)

Pro určení výsledné cílové ceny byl použit prostý aritmetický průměr všech vypočtených vnitřních hodnot, čímž se dospělo **k hodnotě 13 111 Kč** za akcii. Tato hodnota **převyšuje aktuální kurz Philip Morris (29. 4. 2013) o 17,10 %**.

4 MEZIPODNIKOVÉ SROVNÁNÍ

Mezipodnikové srovnání analyzovaných společností se bude opírat o kvantifikování skóre podniků pomocí zvolených ukazatelů, čímž se stanoví jednoznačné pořadí. Pomocí výsledného pořadí a bodových rozdílů mezi společnostmi bude zhotoveno investiční doporučení. Pro srovnání podniků byly použity výsledky výpočtů vnitřní hodnoty akcií, dividendový výplatní poměr, rentabilita vlastního kapitálu a poměrové ukazatele P/E ratio, P/BV ratio, P/S ratio.

4.1 Výběr ukazatelů

Konstrukce srovnávací matice zahrnuje výběr vhodných ukazatelů, přiřazení jejich váhy dle důležitosti, charakter ukazatelů (+/-) a samotný výpočet. Pro srovnání byly vybrány následující ukazatele:

- Vypočtená vnitřní hodnota akcie společnosti
 - o Stěžejní částí podnikové analýzy byl výpočet vnitřní hodnoty akcie, který po srovnání s aktuální tržní cenou akcie dává informaci, zda je daný titul na trhu podhodnocený, nadhodnocený, či se obchoduje za svoji tzv. „férovou“ cenu. Váha pro výpočet byla stanovena na hodnotu 3. Charakter (+).
- Dividendový výnos
 - o Dividendový výnos značí poměr vyplacené dividendy k ceně akcie. Vzhledem ke zvolené investiční strategii (dividendová) je dividendový výnos jedním z rozhodujících faktorů pro hodnocení vhodnosti akciového titulu. Ukazatele je tedy ohodnocen váhou 3. Charakter (+).

- Rentabilita vlastního kapitálu
 - o ROE značí návratnost vlastního kapitálu v podniku a řadí se mezi nejdůležitější informace o efektivnosti. Váha pro výpočet byla stanovena 2. Charakter (+).
- P/E, P/BV, P/S
 - o Jedná se o porovnání aktuální tržní ceny akcie se ziskem na akcii, s účetního hodnotou na akcii a s tržbami na akcii. Vzhledem k tomu že jsou srovnávány podniky z různých oborů, byla stanovena váha pro výpočet 1. Charakter (-).

4.2 Srovnávací matice

Pro dosazení do srovnávací matice byly použity výpočty vnitřní hodnoty akcie z analýzy podniků. Ostatní faktory jsou vypočteny na základě aktuální ceny akcií na Burze cenných papírů Praha a dat z hospodářských výsledků společností za rok 2012. Tím je dosaženo aktuální vypovídající schopnosti o současné situaci podniků. Vstupní data jsou znázorněna v následující tabulce.

Společnost	VH ⁹⁰	DV ⁹¹	ROE	P/E	P/BV	P/S
Fortuna	33,3	6,8	26	18	4,5	2,3
Pegas	81,3	5,3	15	9	1,4	1,04
ČEZ	4,1	7,1	17	7	1,2	1,4
Philip Morris	17,1	8	31	13	3,7	2,4
Arit. průměr	34	6,8	22,3	11,8	2,7	1,8
Váhy ukazatelů	3	3	2	1	1	1
Charakter ukazatelů	[+1]	[+1]	[+1]	[-1]	[-1]	[-1]

Tabulka 21: Vstupní data pro výpočet matice (Zdroj: Vlastní zpracování)

⁹⁰ Rozdíl mezi vypočtenou vnitřní hodnotou akcie a aktuální cenou akcie v %.

⁹¹ Dividendový výnos v %.

4.2.1 Metoda váženého podílu

Metoda váženého podílu je založena na výpočtu středních hodnot (aritmetických průměrů) jednotlivých ukazatelů, jimiž se podělí hodnota každého ukazatele v příslušném sloupci matice. Dle diferencovaných vah se ukazatele vynásobí váhou, jež byla danému ukazateli přidělena. Předností metody je, že bere v úvahu i odchylky hodnot ukazatelů od jejich průměru.⁹²

Společnost	VH	DV	ROE	P/E	P/BV	P/S	Součet	Průměr	Pořadí
Arit. průměr	34,0	6,8	22,3	11,8	2,7	1,8			
Fortuna	2,94	3,00	2,34	0,65	0,60	0,78	10,31	1,72	2.
Pegas	7,18	2,34	1,35	1,31	1,93	1,72	15,82	2,64	1.
ČEZ	0,36	3,13	1,53	1,68	2,25	1,28	10,23	1,70	3.
Philip Morris	1,51	3,53	2,79	0,90	0,73	0,74	10,20	1,70	4.
Váhy ukazatelů	3	3	2	1	1	1	3 + 3 + 2 + 1 + 1 + 1 = 11		
Charakter ukazatelů	[+1]	[+1]	[+1]	[-1]	[-1]	[-1]			

Tabulka 22: Srovnávací matice – metoda váženého podílu (Zdroj: Vlastní zpracování)

4.2.2 Bodovací metoda při diferencovaných vahách

V bodovací metodě se firmě, která dosáhla nejlepší hodnoty, přiřadí 100 bodů a ostatním počet bodů na základě poměru k nejlepšímu ukazateli. Dle diferencovaných vah se ukazatel opět vynásobí váhou, jež byla danému ukazateli přidělena.⁹³

Společnost	VH	DV	ROE	P/E	P/BV	P/S	Součet	Průměr	Pořadí
Fortuna	122,9	255,0	167,7	38,9	26,7	45,2	656,4	109,4	4.
Pegas	300,0	198,8	96,8	77,8	85,7	100,0	859,0	143,2	1.
ČEZ	15,1	266,3	109,7	100,0	100,0	74,3	665,3	110,9	3.
Philip Morris	63,1	300,0	200,0	53,8	32,4	43,3	692,7	115,5	2.
Váhy ukazatelů	3	3	2	1	1	1	3 + 3 + 2 + 1 + 1 + 1 = 11		
Charakter ukazatelů	[+1]	[+1]	[+1]	[-1]	[-1]	[-1]			

Tabulka 23: Srovnávací matice – bodovací metoda (Zdroj: Vlastní zpracování)

⁹² REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 276.

⁹³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 278.

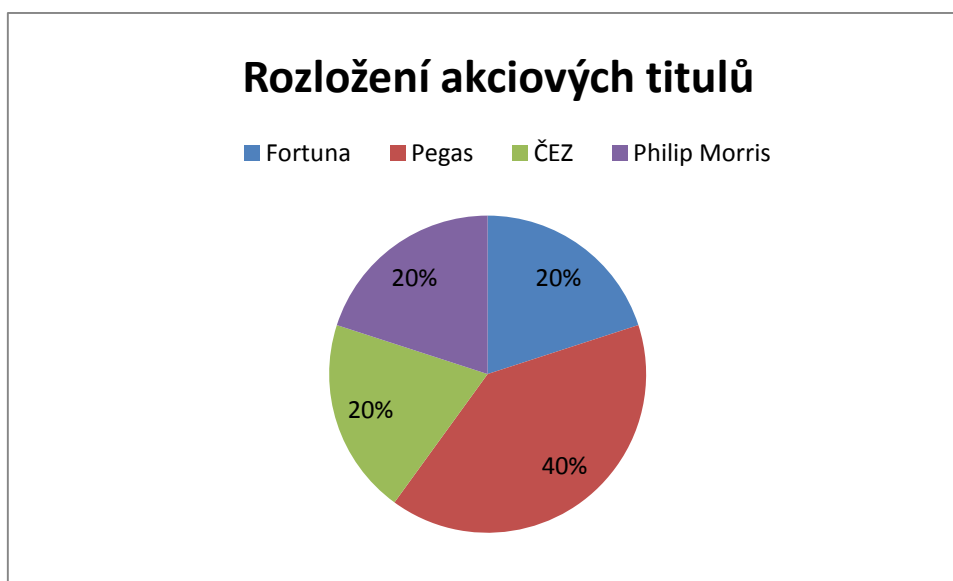
5 INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

Závěrečné investiční doporučení je tvořeno pro management společností či drobné investory, kteří zamýšlejí dlouhodobější akciovou investici s dividendovým výnosem, bez kurzového rizika a s malou časovou náročností na její správu.

Na základě požadovaných kritérií a získaných výsledků analýz se jeví jako **nejvhodnější investiční příležitost Pegas**, který se umístil v obou srovnávacích maticích na prvním místě se značným odstupem od ostatních titulů. Společnost Pegas Nonwovens se řadí mezi defenzivní dividendové tituly na pražské burze. Z finančních výkazů je patrné, že se jedná o zdravou firmu. Dle mého názoru má také z analyzovaných titulů největší potenciál budoucího růstu tržeb, zisků a tím i hodnoty společnosti, což by se vedle pravidelného dividendového výnosu mělo projevit také ve výnosu kapitálovém. Již při psaní této diplomové práce došlo k novým pozitivním zprávám ohledně výrobní linky v Egyptě, která je nyní již ve zkušebním provozu a ve třetím čtvrtletí tohoto roku začne plně vyrábět. Management společnosti také před několika dny deklaroval, že má zajištěný odbyt v Egyptě již na více než 3 roky a také, že se společnost bude snažit o další expanzi. Za rizika společnosti považuji případné politické či geografické problémy s výrobní linkou v Egyptě, či ztrátu jednoho z klíčových odběratelů.

Zbývající tři analyzované společnosti dosáhly téměř totožného skóre v metodě váženého podílu a velmi se blíží skóre v bodovací metodě. Všechny společnosti vykazují méně či více z výpočtů vnitřních hodnot akcií znaky podhodnocení aktuálních kurzů. Výpočty jsou však velmi citlivé na vstupní data, proto bylo použito pro závěrečné srovnání také dalších faktorů, jako např. dividendového výnosu. Vzhledem ke zvolené investiční strategii se jeví jako vhodné akcie do dividendového portfolia všechny čtyři analyzované společnosti, otázkou však zůstává, jakou váhu mají v portfoliu mít.

V případě doplnění či obměny stávajícího investičního portfolia bych doporučil přiřadit společnosti vůči obměňující části portfolia v následujícím rozložení:



Graf 23: Investiční doporučení (Zdroj: Vlastní zpracování)

V případě tvoření zcela nového investičního portfolia doporučuji mít více akciových titulů v portfoliu, a však poměr analyzovaných společností vůči jejich zastoupení v portfoliu může mít stejnou váhu jako v předchozím grafu.

Vyplacené dividendy může investor například investovat do svého vlastního podnikání, nebo je může tzv. reinvestovat, což znamená za dividendový výnos přikoupit dané akcie společnosti. V případě reinvestování doporučuji přikoupit akcie hned po rozhodném dni pro výplatu dividendy a to z důvodu, že cena akcie zpravidla druhý den poklesne právě o hodnotu dividendového výnosu.

Chtěl bych také upozornit, že komplexní investiční portfolio by nemělo obsahovat pouze jeden typ investičních instrumentů. Doporučuji tedy zařadit také další investiční instrumenty s tím, že poměr jejich zastoupení v komplexním portfoliu by se měl odvíjet od konkrétního rizikového profilu a cílů investora.

6 ZÁVĚR

První parciálním cílem práce bylo provedení analýzy akciového trhu v České republice. Dalšími parciálními cíli byla fundamentální analýza vybraných akciových titulů složená z globální a podnikové analýzy. Stěžejní částí fundamentální analýzy bylo stanovení vnitřní hodnoty akcií pomocí několika modelů. Globálním cílem práce pak bylo na základě výsledků komparativní metody stanovení investičního doporučení daných akcií.

Při **analýze českého akciového trhu** bylo zjištěno, že investoři mají možnost obchodovat s akcemi na dvou burzách, Burze cenných papírů Praha (BCPP) a RM-SYSTÉMU. Oba tyto trhy se liší především v počtu dní vypořádání, kdy na BCPP to je v čase T+3 a na druhé jmenované burze probíhá vypořádání on-line. RM-SYSTÉM se dále odlišuje v zaměření spíše na drobné investory a je zde možnost obchodovat mimo klasických českých titulů i několik známých zahraničních titulů v českých korunách. Hlavním problémem, se kterým se potýká český akciový trh, je odliv objemu zobchodovaného kapitálu, který klesl již pátým rokem v řadě. Titulů na BCPP není mnoho, navíc většina denních obchodů probíhá pouze na čtyřech nejlikvidnějších akcích. Při analýze indexu pražské burzy PX jsem došel k závěru, že české akcie se v současnosti obchodují zhruba na polovině své hodnoty z roku 2007. Ve srovnání například s americkými akcemi, které v těchto dnech překonávají svá historická maxima, mají české akcie stále prostor k růstu.

Z **globální (makroekonomické) analýzy** lze konstatovat, že česká ekonomika prochází aktuálně svým dvojitém dnem a stále se ji nedaří odrazit k trvalejšímu růstu. Recese, která je nejdelší v historii České republiky, stále není u konce. Celý loňský rok 2012 byl ve znamení recese, zvyšující se nezaměstnanosti a velmi nízké poptávky po zboží a službách, což se přeneslo také do roku 2013.

Při analýze společnosti **Fortuna Entertainment Group** bylo zjištěno, že se jedná o zavedenou společnost působící v odvětví kurzového sázení patřící k největším ve střední Evropě. Dle vývoje tržní ceny akcií Fortuna lze zařadit titul k defenzivnějším s nižší volatilitou. Výplatní dividendový poměr firmy je na úrovni 70 – 100 % čistého

zisku. Z hospodářských výsledků je důležitým faktorem, že se společnosti podařilo v prvním kvartále roku 2013 poprvé dostat segment loterie do kladných čísel a mělo by tomu tak být i za celý rok 2013. Tím by se měl neustálý růst tržeb ze sportovního sázení projevit na výši čistého zisku celého holdingu, protože poslední dva roky hlavní segment sportovních sázek tzv. dorovnával ztráty ze segmentu loterie. Vypočtena průměrná **vnitřní hodnota akcie společnosti Fortuna byla 134 Kč**. Tato hodnota **převyšuje aktuální tržní kurz** na pražské burze (107 Kč dne 9. 5. 2013) **o 25,4 %**. Rizika investice do této společnosti vidím především v podnikání firmy ve značně konkurenčním prostředí jak ze strany velkých národních hráčů, tak také globálních konkurentů podnikajících pouze na internetu, kam se však postupně zákazníci přesunují. Určité riziko vidím také ve státních regulacích, které se tohoto odvětví dotýkají a mohou například formou vyššího zdanění značně ovlivnit hospodářské výsledky.

Při analýze společnosti **Pegas Nonwovens** bylo zjištěno, že má společnost zdravé finanční základy. Výplatní dividendový poměr je přibližně 50 % čistého zisku, což značí, že se firma snaží vždy polovinu čistého zisku rozdělit mezi akcionáře a polovinu investovat do dalšího rozvoje firmy. Vypočtená průměrná **vnitřní hodnota akcie společnosti Pegas byla 972 Kč**. Tato hodnota **převyšuje aktuální tržní kurz** na pražské burze (526 Kč dne 14. 5. 2013) **o 81,3 %**. Vzhledem k predikci budoucího vývoje firmy zde vidím potenciál růstu tržeb, zisků a tím i hodnoty společnosti. Nová výrobní linka v Egyptě by měla být za několik málo měsíců uvedena do plného provozu a odbyt má zajištěn na 3 roky dopředu. Za největší rizika považuji případnou ztrátu některého z klíčových odběratelů či různé problémy v Egyptě.

Podrobná analýza energetického giganta **ČEZ** by přesahovala rozsah této práce, a však i z provedených analýz je patrné, že se společnost aktuálně potýká s ne jedním problémem. Ať už se jedná o značné problémy s dceřinou společností v Bulharsku či stále se snižující cenu elektrické energie na energetických burzách. Její cena na burze se pohybuje v blízkosti mnohaletých minim, čímž se může zdát levná. Při výpočtu vnitřní hodnoty akcie se však výsledky příliš nelišily od stávající ceny na trhu, kdy **vnitřní hodnota akcie ČEZ byla spočtena na 585 Kč**. Tato hodnota **převyšuje aktuální tržní kurz** na pražské burze (562 Kč dne 15. 5. 2013) pouze **o 4,1 %**. V případě preferujícího

kapitálového výnosu bych investici do ČEZ považoval spíše za spekulativní a více rizikovou. A však z hlediska dividendové strategie považuji tyto akcie za vhodné. Především proto, že největším akcionářem je český stát, který má v podobě dividend každoroční příjem do státního rozpočtu a dá se očekávat, že zájem na výplatě dividend bude i v budoucnu. Navíc aktuální cena na burze se z hlediska dividendového výnosu pohybuje nad 7 %, což splňuje požadovaná kritéria i bez kapitálového výnosu.

Společnost **Philip Morris** se již po několik let řadí mezi nejštědřejší dividendové tituly na pražské burze, kde za posledních 10 let vyplatila firma několikrát dividendový výnos přesahující 10 %. Z analýzy hospodářských výsledků je patrný negativní dopad regulací v podobě spotřební daně a také částečný odklon zákazníků k levnějším tabákovým výrobkům. Na trzích v České republice a na Slovensku společnost zaujímá dominantní tržní podíl a nevidím zde již přílišný prostor pro další růst. Naopak v podobě vývozu do dalších zemí určitý potenciál je, problém však může nastat v omezené výrobní kapacitě. Vzhledem k velmi dlouhé a stabilní dividendové historii firmy považuji titul jako vhodný do dividendového portfolia. Rizika spatřuji v celosvětovém trendu boje proti kouření a prosazování zdravého životního stylu, což by se mohlo odrazit v úbytku zákazníků. Dalším rizikem mohou být větší regulace ze strany států a vyšší daňové zatížení. Vypočtená průměrná **vnitřní hodnota akcie společnosti Philip Morris je 13 111 Kč**. Tato hodnota **převyšuje aktuální tržní kurz** na pražské burze (11 200 Kč dne 29. 4. 2013) **o 17,1 %**.

Na základě provedené analýzy **doporučuji zařadit akcie Fortuna, Pegas, ČEZ a Philip Morris do dividendového portfolia**, přičemž jako **nejvhodnější investice** dle komparativní metody i názoru autora jsou akcie společnosti **Pegas Nonwovens**. Tato firma má dle mého názoru vedle požadovaných dividendových vlastností také největší potenciál růstu firmy v budoucnu. Analyzované tituly jsou vhodné především pro dlouhodobé investování založené na dividendové strategii, kdy investor reinvestuje vyplacené dividendy. Dividendy doporučuji reinvestovat hned po rozhodném dni, kdy zpravidla cena akcie spadne o dividendový výnos.

ZDROJE

Bibliografie

- 1) ELDER, Alexander. *Tradingem k bohatství: psychologie, obchodní systémy, money management*. Tetčice: Impossible, c2006, viii s., s. 10-305. ISBN 8023970488.
- 2) FUCHS, D.: *Finanční trhy*, 1. Vydání, Brno: Masarykova univerzita, 2004, s. 118, ISBN 80-210-3526-9.
- 3) GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2005, 174 s. ISBN 8024712059.
- 4) JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vydání, Praha: Grada publishing, 2009, 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.
- 5) KOHOUT, Pavel a Martin HLUŠEK. *Peníze, výnosy a rizika: příručka investiční strategie*. 2. rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2002, 214 s. ISBN 8086119483.
- 6) MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705.
- 7) NÝVLTOVÁ, R.; REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy - zdroj financování*. Kapitálové trhy. Kapitálové trhy. Praha: Grada, 2007. 224 s. ISBN: 978-80-247-1922- 1.
- 8) PAVLÁT, Vladislav et al. *Kapitálové trhy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, c2003, 296 s. ISBN 8086419339.
- 9) REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010, 659 s. ISBN 9788074180804.
- 10) SOJKA, Zdeněk a Petr MANDELÍK. *Cenné papíry a burzy: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 1. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2006, 67 s. ISBN 80-214-3269-1.
- 11) ŠEVČÍK, A., FUCHS,D., GABRIEL, M. *Finanční trhy*, Masarykova univerzita, Brno, 2001, 149 s. ISBN 80-210-2696-0.
- 12) VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha : Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 313-316 s. ISBN 9788073576479

Internetové zdroje

- 13) *Akcie v ČR* [online]. Web: Fio banka, a.s., 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <http://www.fio.cz/akcie-investice/obchodovani-akcie/akcie-cr>.
- 14) *Analýzy a doporučení - ČEZ*. [online]. Web: Fio banka, a.s. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/128780_CEZ_nova_analyza.pdf.
- 15) *Dividenda ČEZ*. [online]. Web: Dividenda.cz 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.dividenda.cz/ceske-akcie/dividenda-cez/>.
- 16) *Dividenda Fortuna*. [online]. Web: Dividenda.cz, 2013 [cit. 2013-05-10]. Dostupné z: <http://www.dividenda.cz/ceske-akcie/dividenda-fortuna/>.
- 17) *Dividenda Pegas*. [online]. Web: Dividenda.cz. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.dividenda.cz/ceske-akcie/dividenda-pegas>.
- 18) *Dividenda Philip Morris ČR*. [online]. Web: Dividenda.cz. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.dividenda.cz/ceske-akcie/dividenda-philip-morris>.
- 19) *Finanční výsledky*. [online]. Web: Fortuna, 2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.cz/cz/investori/financni_vysledky/index.html.
- 20) *Fortuna březen 2013*. [online]. Web: Cyrrus, 2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/FORTUNA_MARCH_2013.pdf.
- 21) *Fortuna s výsledky lepšími na všech úrovních, loterie poprvé s kladným EBITDA*. [online]. Web: Patria online, 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2328957/detail.html>.
- 22) *Graf akcie ČEZ*. [online]. Web: Akcie.cz 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/kurzy-cz/graf/akcie-11392-cez/>.
- 23) *Graf akcie Fortuna*. [online]. Web: Akcie.cz, 2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/kurzy-cz/graf/akcie-83904-fortuna-entertainment-group-n-v/?from=2003-05-09&to=2013-05-09>.
- 24) *Graf akcie Pegas Nonwovens*. [online]. Web: Akcie.cz. 2013 [cit. 2013-05-14]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/kurzy-cz/graf/akcie-66380-pegas-nonwovens-sa/?from=2002-05-14&to=2013-05-14>.

- 25) *Graf akcie Philip Morris ČR*. [online]. Web: Akcie.cz. 2013 [cit. 2013-05-16].
Dostupné z: <<http://www.akcie.cz/kurzy-cz/graf/akcie-374-philip-morris-cr/?from=2003-05-16&to=2013-05-16>>.
- 26) *Historie společnosti*. [online]. Web: Pegas, 2013 [cit. 2013-04-10].
Dostupné z:
<<http://www.pegas.cz/article.asp?nArticleID=3&nDepartmentID=13&nLanguageID=1>>.
- 27) *Historie*. [online]. Web: Fortuna, 2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z:
<http://www.fortunagroup.cz/cz/o_fortuna_group/historie/index.html>.
- 28) *Hospodářské výsledky*. [online]. Web: ČEZ 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z:
<<http://www.cez.cz/cs/pro-investory/hospodarske-vysledky.html>>.
- 29) *Index PX* [online]. Web: Akcie.cz, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z:
<<http://www.akcie.cz/kurzy-cz/index-px/?from=2003-05-01&to=2013-0>>.
- 30) *Inflace – druhy, definice, tabulky*. [online]. Web: Český statistický úřad, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z:
<http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>.
- 31) KALOUSEK, Miroslav. *Tisková konference*. MFCŘ. Praha. 2. 4. 2013.
- 32) *Makroekonomická predikce 2013 Q2* [online]. Web: Ministerstvo financí ČR, 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <
http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q2_Tabulky-grafy-C1.pdf>.
- 33) *Měnová statistika únor 2013*. [online]. Web: Česká národní banka, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/menova_ban kovni_stat/menova_stat_publ/2013/menstat_1302_CS.pdf>.
- 34) *Nová analýza společnosti Pegas Nonwovens*. [online]. Web: Fio banka, a.s. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/130207_Pegas_fundamentalni_analyza.pdf>.
- 35) *Nová analýza společnosti Pegas Nonwovens*. [online]. Web: Fio banka, a.s. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/130207_Pegas_fundamentalni_analyza.pdf>.

- 36) *Nové ocenění společnosti Fortuna*. [online]. Web: Fio banka, a.s., 2013 [cit. 2013-04-120]. Dostupné z: <http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/129024_nove_oceneni_Fortuna_duben_2013.pdf>.
- 37) *O společnosti Philip Morris ČR*. [online]. Web: Philip Morris. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.pmi.com/cs_cz/about_us/philip_morris_cr_overview/pages/philip_morris_cr_overview.aspx>.
- 38) *Objemy obchodů v Praze loni propadly o třetinu. Které tituly táhly nejvíce a co čekat od Xetry?* [online]. Web: Patria online, a.s., 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <<http://www.patria.cz/spravodajstvo/2234167/objemy-obchodu-v-praze-loni-propadly-o-tretinu-ktere-tituly-tahly-nejvice-a-co-cekat-od-xetry.htm>>.
- 39) *Philip Morris ČR*. [online]. Web: Fio banka, a.s. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <<http://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/374-philip-morris-cr>>.
- 40) *Profil skupiny ČEZ*. [online]. Web: ČEZ 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <<http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/skupina-cez/o-skupine-cez/profil-skupiny-cez.html>>.
- 41) *Profil společnosti* [online]. Web: Burza cenných papírů Praha, a.s., 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <<http://www.bcphp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>>.
- 42) *Profil společnosti Pegas Nonwovens*. [online]. Web: Klub investoru, 2013 [cit. 2013-05-10]. Dostupné z: <<http://www.klubinvestoru.com/magazin/i1093-profil-spolecnosti-pegas-nonwovens-z-pohledu-krouzku-prazske-burzy>>.
- 43) *Přímé zahraniční investice loni rostly pětkrát na 207 mld. Kč*. [online]. Web: Finanční noviny, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <<http://www.financninoviny.cz/zpravy/prime-zahranicni-investice-v-cr-loni-rostly-petkrat-na-207-mld-kc/913286>>.
- 44) *Přímé zahraniční investice*. [online]. Web: Česká národní banka, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <<http://www.cnb.cz/cs/obecne/rozsirene-vyhledavani.jsp?cnb-folder=&cnb-search-area=czech-version&cnb-search-all-words=&cnb-search-exact-words=&cnb-search-any->

words=p%C5%99%C3%ADm%C3%A9%20zahrani%C4%8Dn%C3%AD%20i
nvestice%202012&cnb-number-result=10&cnb-from-day=&cnb-from-
month=&cnb-from-year=&cnb-to-day=&cnb-to-month=&cnb-to-year=&cnb-
search-action=search&page=1>.

- 45) *Struktura a vývoj státního dluhu*. [online]. Web: Ministerstvo financí ČR, 2013 [cit. 2013-04-15]. Dostupné z: <<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/struktura-a-vyvoj-statniho-dluhu>>.
- 46) *Struktura skupiny*. [online]. Web: Pegas, 2013 [cit. 2013-05-01]. Dostupné z: <<http://www.pegas.cz/default.asp?nDepartmentID=168&nLanguageID=1>>.
- 47) TOMŠÍK, Vladimír. *Tisková konference*. ČNB. Praha. 2. 5. 2013.
- 48) *V Česku není důvod pro kvantitativní uvolňování měnové politiky* [online]. Web: České noviny, 2012 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <http://www.ceskenoviny.cz/zpravy/v-cesku-neni-duvod-pro-kvantitativni-uvolnovani-menove-politiky/868123&id_seznam=1011>.
- 49) *Vlastnická struktura*. [online]. Web: Fortuna, 2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: <http://www.fortunagroup.cz/cz/o_fortuna_group/corporate_governance/akcionarska_struktura/index.html>.
- 50) *Výnosy státních dluhopisů*. [online]. Web: Česká národní banka, 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=1603&p_strid=EBA&p_lang=CS>.
- 51) *Výroční a pololetní zprávy*. [online]. Web: Pegas. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <<http://www.pegas.cz/default.asp?nDepartmentID=155&nLanguageID=1>>.
- 52) *Výroční zprávy, pololetní zprávy a mezitimní zprávy*. [online]. Web: Philip Morris. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.pmi.com/cs_cz/about_us/philip_morris_cr_shareholder_information/pages/reports_and_statements.aspx>.
- 53) *Výsledky Fortuny za 1Q2013*. [online]. Web: Investičníweb.cz, 2013 [cit. 2013-05-10]. Dostupné z: <<http://www.investicniweb.cz/zpravy-z>>

trhu/2013/5/7/vysledky-spolecnosti-fortuna-za-1q-ebitda-vzrostla-o-344-na-113-milionu-eur/#prettyPhoto>.

- 54) *Vývoj ekonomiky ČR v roce 2012* [online]. Web: Český statistický úřad, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z:

<http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/publ/1109-12-q4_2012>.

- 55) *Vývoj indexu Standard and Poor's 500* [online]. Web: Akcie.cz, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z: <<http://www.akcie.cz/kurzy-svet/indexy-svet/sp500?from=2003-05-01&to=2013-05-01>>.

- 56) *Základní údaje*. [online]. Web: Fortuna, 2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: <http://www.fortunagroup.cz/cz/investori/zakladni_fakta/index.html>.

- 57) *Zpráva o inflaci*. [online]. Web: Česká národní banka, 2013 [cit. 2013-03-15]. Dostupné z:

<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_I/download/zoi_I_2013.pdf>.

Zákony

- 58) Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů a doplňků, 154, odst. 1.

Seznam grafů

Graf 1: Vztah mezi vnitřní hodnotou akcie a jejím kurzem.....	22
Graf 2: Vývoj ročních objemů obchodů na BCPP v mld. Kč.....	45
Graf 3: Vývoj indexu S&P 500	47
Graf 4: Vývoj indexu PX.....	48
Graf 5: Vývoj HDP ČR	50
Graf 6: Predikce vývoje HDP	51
Graf 7: Vývoj státního dluhu ČR.....	52
Graf 8: Úrokové sazby finančního trhu v ČR v %	54
Graf 9: Průměrná roční míra inflace v ČR	55
Graf 10: Inflační cíl ČNB	56
Graf 11: Fortuna - organizační schéma	60
Graf 12: Fortuna - vlastnická struktura společnosti	60

Graf 13: Fortuna - vývoj počtu poboček	61
Graf 14: Fortuna - vývoj tržního kurzu akcie	62
Graf 15: Fortuna - dividendový výnos	63
Graf 16: Pegas - organizační schéma	75
Graf 17: Pegas - vývoj tržního kurzu akcie	76
Graf 18: Pegas – dividendový vývoj	77
Graf 19: ČEZ - vývoj tržního kurzu akcie	86
Graf 20: ČEZ – dividendový výnos.....	86
Graf 21: Philip Morris - vývoj tržního kurzu akcie	95
Graf 22: Philip Morris – dividendový výnos.....	96
Graf 23: Investiční doporučení	106

Seznam tabulek

Tabulka 1: Výchozí matice pro vzájemné porovnávání firem.....	41
Tabulka 2: Celkový zobchodovaný objem a podíl titulů na BCPP	44
Tabulka 3: Podíl poklesu tržní ceny akcií a poklesu zobchodovaných kusů	46
Tabulka 4: Fortuna - dividendová politika	63
Tabulka 5: Fortuna - výsledky hospodaření	64
Tabulka 6: Fortuna - vybrané finanční ukazatele Q1 2013	65
Tabulka 7: Průměrný výnos indexu PX	68
Tabulka 8: Fortuna - koeficient beta	69
Tabulka 9: Fortuna - predikce výplaty dividend	70
Tabulka 10: Fortuna - porovnání vypočtených vnitřních hodnot s aktuální cenou akcií na BCPP	73
Tabulka 11: Pegas - výsledky hospodaření	78
Tabulka 12: Pegas - výhled hospodaření.....	79
Tabulka 13: Pegas - porovnání vypočtených vnitřních hodnot s aktuální cenou akcií na BCPP	83
Tabulka 14: ČEZ – predikce výplaty dividend.....	87
Tabulka 15: ČEZ - výsledky hospodaření	88
Tabulka 16: ČEZ - koeficient beta	90

Tabulka 17: ČEZ - porovnání vypočtených vnitřních hodnot s aktuální cenou akcií na BCPP	93
Tabulka 18: Philip Morris - výsledky hospodaření	97
Tabulka 19: Philip Morris - odbyt dle segmentů	97
Tabulka 20: Philip Morris – porovnání vypočtených vnitřních hodnot s aktuální cenou akcií na BCPP	101
Tabulka 21: Vstupní data pro výpočet matice.....	103
Tabulka 22: Srovnávací matice – metoda váženého podílu	104
Tabulka 23: Srovnávací matice – bodovací metoda	104

Seznam obrázků

Obrázek 1: Základní členění trhu cenných papírů	15
Obrázek 2: Magický trojúhelník	17