

Využití fundamentální analýzy pro návrh akciového portfolia na vybraném trhu

Bc.Lubomír Skoupil

Diplomová práce
2007



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav podnikové ekonomiky

akademický rok: 2006/2007

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: Bc. Lubomír SKOUPIL

Studijní program: N 6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Podniková ekonomika

Téma práce: Využití fundamentální analýza pro návrh akciového portfolia na vybraném trhu

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Provedte analýzu literárních pramenů a rešerše vztahující se k oceňování cenných papírů.
- Zpracujte podrobné informace k problematice fundamentální analýzy.
- Navrhněte obecné zásady pro výběr akciového portfolia.

II. Praktická část

- Provedte analýzu současného stavu a výhod investování do akcií na Burze cenných papírů Praha.
- Provedte fundamentální analýzu vybraných akcií.
- Z provedených analýz vyvodte závěry o vývojových trendech a stavu investování v systému SPAD Burzy cenných papírů Praha.

Závěr


Rozsah práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

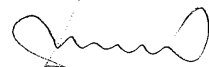
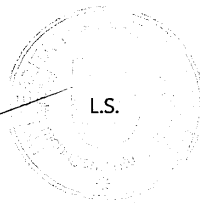
Seznam odborné literatury:

- [1] POLÁCH, J., KOŘENÁ, K. Peněžní a kapitálové trhy. 1. vydání. Zlín: UTB ve Zlíně, 2002. 362 str. ISBN 80-731-8084-7
[2] KOHOUT, P. Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 2. rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2001. 230 str. ISBN 80-247-0074-3
[3] Stránky společnosti AliaWeb, spol.s r.o. [online]. AliaWeb, spol.s r.o. ČR, Praha, [cit. 2006-11-25]. Dostupné z: <<http://www.aliaweb.cz> >
[4] Stránky Burzy cenných papírů Praha, a.s. [online]. Burza cenných papírů Praha, a.s., Praha, [cit. 2006-11-25]. Dostupné z: <<http://www.bcpp.cz> >

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Jiří Polách, CSc.
Ústav podnikové ekonomiky
Datum zadání diplomové práce: 5. března 2007
Termín odevzdání diplomové práce: 4. května 2007

Ve Zlíně dne 1. března 2007


doc. PhDr. Vnislav Nováček, CSc.
děkan



prof. Ing. Jiří Polách, CSc.
ředitel ústavu

ABSTRAKT

Tato diplomová práce se zabývá oceňováním akcií prostřednictvím fundamentální analýzy. Popisuje metody oceňování akcií a hodnotí jejich využití v praxi. Hlavní náplní práce je praktická aplikace vybraných metod fundamentální analýzy na akcie obchodované v systému SPAD Burzy cenných papírů Praha. Pro ocenění jsou zvoleny metody nejvíce vypovídající o ekonomické výkonnosti společností. V závěru je provedeno vyhodnocení analýz jednotlivých akciových titulů a výběr těch, které mají v roce 2007 předpoklad nejvyššího růstu.

Klíčová slova:

akcie, fundamentální analýza, burza, oceňování, společnost, tržby, náklady, zisk, bilance, tržní hodnota, vnitřní hodnota.

ABSTRACT

In The Master theses is solved appreciation of shares by means of fundamental analyses. There are described valuation methods of shares and their using in a real market. Principal content of the work is practical application of selected methods of fundamental analyses at stock, traded in SPAD system of The Prague stock exchange. For valuation of stocks are elected a few methods, the best rated productivity of companies. In addition, are compared analyses of shares and are selected the most profitable shares for investment in year of 2007.

Keywords:

stocks, fundamental analysis, stock market, value, company, revenue, cost, profit, balance sheet, market value, intrinsic value.

Poděkování

Rád bych na tomto místě poděkoval panu profesorovi, Ing. Jiřímu Poláchovi CSc. za cenné podněty a odborné rady, které mi poskytl a přispěl tak k vypracování této diplomové práce.

Motto

„Každý potenciální investor, musí ve vlastním zájmu při investování postupovat racionálně, tj. řídit se určitými základními pravidly a mít základní znalost finančních nástrojů, které hodlá při investování využít. Pokud si z nějakého důvodu sám tyto znalosti neosvojí, bude zcela odkázán na rady finančních odborníků – investičních poradců a nebude si moci ani rámcově ověřit, zda získané rady a doporučení odpovídají jeho záměrům a finančním možnostem.“

Doc.Ing. Vladislav Pavlát CSc.

OBSAH

ÚVOD	8
I TEORETICKÁ ČÁST	10
1. OCEŇOVÁNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ	11
1.1. ANALÝZA LITERÁRNÍCH PRAMENŮ	11
1.1.1. Literární prameny	11
1.1.2. Elektronické prameny.....	11
1.2. DRUHY INVESTIČNÍCH INSTRUMENTŮ	12
1.3. ZPŮSOBY OCEŇOVÁNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ	13
1.3.1. Fundamentální analýza.....	14
1.3.2. Technická analýza	14
1.3.3. Psychologická analýza.....	15
2. FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	16
2.1. GLOBÁLNÍ ANALÝZA	16
2.1.1. Nejdůležitější zkoumané globální ukazatele	16
2.1.2. Přehled významných ekonomických ukazatelů USA.....	18
3.2. ODVĚTOVÁ ANALÝZA.....	19
2.3. ANALÝZA JEDNOTLIVÝCH TITULŮ	20
2.3.1. Bilanční modely.....	20
2.3.2. Dividendové diskontní modely.....	21
2.3.3. Ziskové modely	21
2.3.4. Model volného cash flow	24
2.3.5. Historické modely	25
2.3.6. Finanční analýza.....	25
3. ZÁSADY PRO VÝBĚR AKCIOVÉHO PORTFOLIA	27
II II. ANALYTICKÁ ČÁST	28
4. ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU NA BCPP	29
4.1. HISTORIE A SOUČASNOST BURZY	29
4.2. ORGÁNY BCPP	29
4.3. OBCHODOVÁNÍ NA BCPP	30
4.4. SPAD	30
4.5. BURZOVNÍ INDEX	31
4.6. VÝHODY INVESTOVÁNÍ NA BCPP.....	32
III PRAKTICKÁ ČÁST	33
5. FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA AKCIOVÝCH SPOLEČNOSTÍ	34
5.1. FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA ČEZ.....	34
5.1.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie	35

5.2.	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA CETV	40
5.2.1.	Výpočet vnitřní hodnoty akcie	41
5.3.	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA TELEFONICA O2	45
5.3.1.	Výpočet vnitřní hodnoty akcie.....	46
5.4.	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA ERSTE BANK	51
5.4.1.	Výpočet vnitřní hodnoty akcie.....	52
5.5.	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA KOMERČNÍ BANKY	55
5.5.1.	Výpočet vnitřní hodnoty akcie	57
5.6.	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA ORCO PROPERTY GROUP	61
5.6.1.	Výpočet vnitřní hodnoty akcie	62
5.7.	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA PHILIP MORRIS.....	66
5.7.1.	Výpočet vnitřní hodnoty akcie.....	68
5.8.	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA UNIPETROL	71
5.8.1.	Výpočet vnitřní hodnoty akcie.....	73
5.9.	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA ZENTIVA	77
5.9.1.	Výpočet vnitřní hodnoty akcie	79
6.	VÝBĚR PORTFOLIA S NEJVYŠŠÍM VÝNOSEM.....	83
7.	VÝVOJOVÉ TRENDY VYBRANÝCH AKCIÍ.....	86
	ZÁVĚR	88
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	89
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	92
	SEZNAM OBRÁZKŮ	93
	SEZNAM TABULEK.....	94

ÚVOD

Investování do cenných papírů má v moderní historii České republiky v porovnání se zeměmi kde nebylo přerušeno tržní hospodářství poměrně krátkou tradici, kterou započala v roce 1992 vláda Kupónovou privatizací. Tento pokus přetavit bývalé dělníky, rolníky a pracující inteligenci na investory, byl z teoretického pohledu zajímavým a spravedlivým rozdělením majetku státu mezi občany, kteří mají zájem o tento majetek a dokáží svoje aktiva dostatečně ošetřit. Ekonomice země ale tento experiment moc neprospěl, protože velká část státních podniků transformovaných na akciové společnosti nezískala dostatečně silnou vlastnickou strukturu, peníze, ani strategické partnery a brzy zkrachovala. Dnešní zkušenosti ukazují, že mnohem výhodnější formou privatizace pro ekonomiku je prodej firmy strategickému partnerovi. Nicméně toto pionýrské období vyprodukovalo v České republice skupinu obyvatelstva, která začala spolu se zahraničními investory obchodovat na vznikajícím Českém trhu finančních produktů. Tento trh se rozvíjel velmi pomalu, protože většina domácích investorů obchodovala zpočátku opravdu pouze s akciemi z Kupónové privatizace. Příliv financí a tím i podstatnější růst zajišťovali především zahraniční investoři.

V posledních třech letech, se vlivem výrazného růstu ekonomiky zvyšuje počet obyvatel, s nadbytečnými zdroji, které potřebují zajistit proti inflaci a případně je dále zhodnocovat. Jednou ze zajímavých možností jsou investice do akcií, které s výše zmiňovaným růstem ekonomiky také zvyšují své ceny a lákají nové investory. Navíc Burza cenných papírů Praha rozšiřuje svoji nabídku a přivádí na burzu nové podniky - IPO (Initial Public Offering).

Dynamický rozvoj a vzrůst ekonomiky přispívají k tomu, že finanční trhy v naší zemi začínají plnit svoji roli, kterou spolehlivě plní trhy v zavedených tržních ekonomikách, tedy přesun finančních prostředků od obyvatelstva tam, kde mohou být nejlépe zhodnoceny. To znamená, že perspektivní firmy získají na burze kapitál, který nemusejí splácet ani z něj platit úroky a investoři tento kapitál poskytnou s výhledem na jeho zhodnocení, burza je pouze jejich prostředníkem. Všechno vypadá jednoduše a také to tak funguje, pokud firmy kapitál využijí efektivně, prosperují a pokud je dostatečný zájem investorů ukládat peníze do akcií. Ale právě tyto faktory jsou ovlivňovány velkým množstvím makroekonomických, mikroekonomických, monetárních, fiskálních a politických událostí, které ovlivňují nejenom ekonomiku podniků, ale také rozhodování investorů při jejich investiční strategii.

Hodnocení těchto především ekonomických, ale také politických a psychologických vlivů slouží investorům k rozhodování jaké cenné papíry a za jakou cenu nakoupit nebo prodat se nazývá fundamentální analýza.

Fundamentální analýza představuje jeden z nejpoužívanějších prostředků k ohodnocování akcií proto, že je podložena čísly vypovídajícími o majetku, rentabilitě a ziskovosti firem a poměrně snadno lze porovnat, jestli cena akcie odpovídá těmto hospodářským údajům.

Cílem této diplomové práce je popsat základní metody fundamentální analýzy a použít nejvhodnější z těchto modelů v projektové části k výběru nejvíce podhodnocených akcií obchodovaných v systému SPAD Burzy cenných papírů Praha.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1. OCEŇOVÁNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ

1.1. Analýza literárních pramenů

Povaha této diplomové práce vyžaduje použití co nejaktuálnějších dat. Pro teoretickou část práce jsou informace čerpány především z literatury, dostatečně aktuální pro tuto část. Praktická část práce je založena na aktuálních datech a je vypracována především s využitím údajů zveřejněných na internetu.

1.1.1. Literární prameny

Monografie použité pro tuto práci poskytují teoretický přehled o struktuře peněžních a kapitálových trhů, možnostech obchodování na těchto trzích a popisují způsoby oceňování cenných papírů. K vypracování diplomové práce byly využity informace z následujících monografií:

POLÁCH, J. – KOŘENÁ, K. *Peněžní a kapitálové trhy*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, ve Zlíně 2002, ISBN 80-7318-084-7

Král, M. *Techniky ziskového obchodování na světově finančních trzích založeny na fundamentální a technické analýze. Studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, ve Zlíně 2006, ISBN 80-7318-485-0

DRASNAR, G. *Hazardní hry*. Praha: Academia Praha, v Praze 1995, ISBN 80-200-0510-2

PAVLÁT, V. *Kapitálové trhy*. Praha: Professional publishing, v Praze 2005, ISBN-80-86419-87-8

1.1.2. Elektronické prameny

Pro vypracování projektové části práce bylo nutno použít z důvodu aktuálnosti výhradně internetové zdroje, které uvádějí údaje o akciových společnostech a ceny akcií na Burze. Nejvíce informací pochází z internetových stránek:

Stránky společnosti AliaWeb, spol.s r.o. [online]. AliaWeb, spol.s r.o. ČR, Praha, aktualizováno 27.3.2007 [cit. 2007-3-28]. Dostupné z: <<http://www.aliaweb.cz> >.

Stránky Burzy cenných papírů Praha, a.s. [online]. Burza cenných papírů Praha, a.s., Praha, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<http://www.pse.cz> >.

Stránky Brokerjet.ecetra [online]. Online broker České spořitelny, a.s., Praha, aktualizováno 29.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<https://.com/cz/markets/details> >.

Stránky agentury ČEKIA a.s. [online]. Česká kapitálová informační agentura, a.s., Praha, aktualizováno 29.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<http://ipoint.financninoviny.cz/>>.

Stránky společnosti Podnik výpočetní techniky a.s. [online]. Podnik výpočetní techniky a.s., Praha, aktualizováno 26.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<http://www.rmsystem.cz/Doc/Prilohy/2007/InfolistPhilipMorrisCR0407.PDF> >

1.2. Druhy investičních instrumentů

Základním předpokladem úspěšného investování je znalost investičních instrumentů a schopnost jejich porovnání a výběru. Jejich třídění je založeno na právním nároku vyplývajícím z jejich držení.

Nejvíce používané investiční instrumenty jsou:

- dluhopisy a obligace
- podílové fondy zaměřené na obchodování na peněžních trzích, s nemovitostmi nebo s akciemi
- akcie společností obchodovaných na kapitálových trzích
- finanční deriváty, které jsou stále více dostupné i pro domácí investory

Další známé investiční instrumenty jsou:

- zatímní listy
- investiční kupóny
- směnky
- šeky a cestovní šeky
- náložní a skladištní listy

Nejdůležitější aspekty volby investičního instrumentu vyjadřuje takzvaný magický trojúhelník v investičním prostoru. Jedná se o vzájemný vztah a rozhodování mezi výnosem, rizikem a likviditou investice.

Každý investor má přitom jiný vztah k těmto jednotlivým veličinám (svůj investiční profil) a musí si stanovit priority, protože investiční příležitosti s vysokým očekávaným výnosem, nízkým rizikem a dobrou likviditou se objevují jen velmi zřídka.

Výnos investice – nejčastěji se bere jako rozdíl mezi peněžními příjmy a peněžními výdaji na investici, který se nazývá čistý finanční tok (Net Cash Flow).

Riziko investice – vyplývá z kolísání ceny investičních instrumentů. Dá se eliminovat delším investičním horizontem a také volbou vhodného portfolia a rozložením investic.

Likvidita – čas, potřebný na přeměnu investice zpět na peníze.

Pokud má investor ujasněn druh investice a její vztah k výnosu, riziku a likviditě je možno přistoupit k výběru konkrétních cenných papírů. Tato práce vyhodnocuje akcie obchodované v systému SPAD, Burzy cenných papírů Praha. Zde obchodované akcie vykazují dlouhodobý růstový trend, mají dobrou likviditu a neprojevuje se u nich vysoké kolísání (volatilita). Konkrétní akciové tituly jsou vybrány na základě jejich ocenění.

1.3. Způsoby oceňování cenných papírů

Od čeho se vlastně odvíjí cena akcií? Tuto cenu určuje velmi mnoho vlivů, ekonomickými výsledky firem počínaje přes ukazatele nabídky a poptávky až k takovým vlivům, jako je například hrozba teroristických útoků nebo politické události. Investování přitom vychází z předpokladu, že můžeme budoucí cenu akcie odhadnout. Není přitom až tak důležité, jestli bude tato cena stoupat, klesat nebo zůstane stejná. Vhodnou volbou investičního instrumentu je možno dosáhnout zisku v každém z těchto případů.

Metody pro odhad budoucí ceny cenných papírů jsou proto pro investory velmi důležité a stále se rozvíjejí a zdokonalují. V zásadě používáme dvě nejrozšířenější metody.

Technickou a fundamentální analýzu. Jako doplňková se používá ještě psychologická analýza.

1.3.1. Fundamentální analýza

Fundamentální analýza má za úkol vyřešit otázku: „Jaké akcie koupit?“ a jejím cílem je hledání podhodnocených cenných papírů k nákupu a nadhodnocených k prodeji.

Fundamentální analýza předpokládá, že každá akcie má v daném okamžiku určitou "vnitřní hodnotu" a hledá významné faktory, které tuto vnitřní hodnotu podstatně ovlivňují.

Popisuje současný stav a odhaduje budoucí vývoj hospodářství na základě makroekonomických ukazatelů a jejich vzájemných vztahů, které sledují zdraví sledované ekonomiky, fázi hospodářského cyklu, ve kterém se dané hospodářství nachází, toky výrobních faktorů: kapitálu, produktů, pracovní síly. Ekonomické faktory jsou považovány za nejdůležitější faktory určující ceny akcií, a proto ekonomové shromažďují údaje z různých zdrojů a porovnávají je s uveřejňovanými ekonomickými statistikami. Tyto údaje jsou potom analyzovány a obchodníci a účastníci trhu zakládají svá obchodní rozhodnutí na předpovědích odvozených z těchto ekonomických údajů.

1.3.2. Technická analýza

Na rozdíl od fundamentální analýzy používáme technickou analýzu především k načasování investice. To znamená, že by nám měla dát odpověď na otázku: „Kdy koupit nebo prodat vybrané akcie?“.

Zastánci technická analýzy předpokládají, že kursy akcií se pohybují v růstových nebo klesajících trendech. Hlavním cílem této analýzy pak je nalezení trendu a potvrzení jeho síly. Odborníci na technickou analýzu zastávají názor, že pokud je trend nalezen, existuje vyšší pravděpodobnost pokračování v jeho nastoleném trendu, než změna směru pohybu cen.

Technická analýza vychází z historie pohybu kursů - časových řad tržních cen a objemů obchodování a za pomoci specifických matematických metod poskytuje důležité informace potřebné pro analýzu trendu a předpovídá budoucí vývoj cen .

1.3.3. Psychologická analýza

Psychologická analýza se zaměřuje na sledování chování účastníků finančního trhu. Vyhodnocuje příčiny, které podněcují většinu investorů k jejich určitému chování a důsledky, které toto chování na trhu způsobí.

Analýza vychází s psychologie davu a pro její aplikaci je potřebná znalost psychologie, dobrá intuice a zkušenost s chováním investorů na kapitálových trzích. Výsledkem psychologické analýzy je odhad, jak bude na určitou skutečnost reagovat většina investorů a jaký to bude mít vliv na cenu aktiva. Zda bude růst nebo klesat.

2. FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Jak již bylo popsáno v předchozí kapitole, fundamentální analýza vychází z politických událostí, makroekonomických a ekonomických ukazatelů a na jejich základě hodnotí ekonomický stav zkoumaného subjektu. Analyzuje tyto ekonomické údaje a s využitím nejnovějších informací a hospodářských plánů předpovídá budoucí ekonomický vývoj.

Fundamentální analýzu dělíme na tři hlavní skupiny:

- globální analýza
- odvětvová analýza
- analýza konkrétního podniku

2.1. Globální analýza

Globální analýza se zabývá zkoumáním celosvětové hospodářské a politické situace a porovnáváním jednotlivých trhů, popřípadě zemí. Klade si za úkol předpovídat vývoj trhů a vybrat trhy s největším potenciálem zhodnocení.

Analýza je založena:

- na hodnocení celosvětové politické a ekonomické situace, jejím porovnáním s minulostí a hodnocením očekávaných událostí v následujícím období a předpovědí, jaký vliv budou mít tyto politické a ekonomické události na finanční trhy.
- na porovnávání nejdůležitějších makroekonomických ukazatelů jednotlivých trhů nebo zemí a jejich příštího vývoje a na hodnocení politické situace daného trhu.

2.1.1. Nejdůležitější zkoumané globální ukazatele

Úrokové sazby - změny úrokových sazeb mají velký vliv na cenné papíry. Pokud úrokové sazby rostou více investic plyne do bezpečnějších dluhopisů, obligací nebo termínovaných vkladů, což snižuje poptávku po akciích a ceny klesají.

Hrubý domácí produkt - růst HDP, přináší investorům zvýšení majetku a ti mohou více investovat, navíc stoupá spotřeba, která působí na další zvyšování HDP. Bylo zjištěno, že v dlouhodobém období je vývoj akcií přímo závislý na vývoji HDP.

Fiskální politika – Daňová politika přímo ovlivňuje hodnotu akcií. Nižší daně zvyšují čistý zisk firem, který tyto mohou použít na další investice nebo na výplaty dividend. Investorům to přináší vyšší zhodnocení investice a tím pádem vyšší cenu akcií.

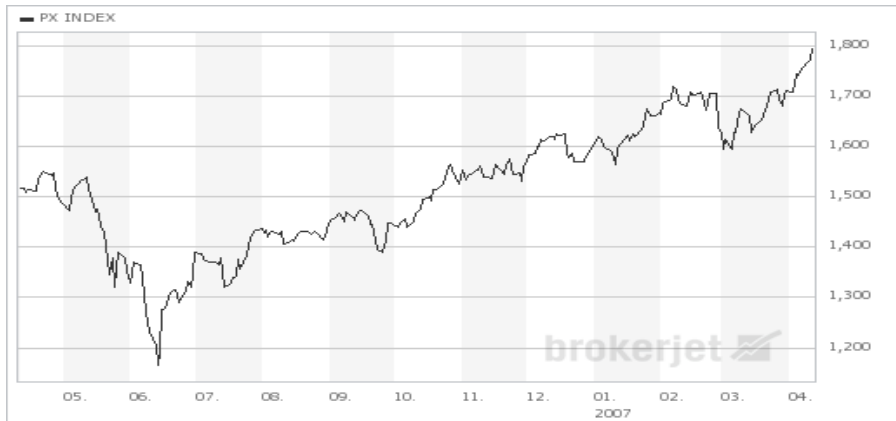
Vládní výdaje mají pozitivní vliv na růst akcií, pokud jsou použity na nákup zboží a služeb od domácích firem, které tímto způsobem dosáhnou vyššího zisku.

Monetární politika – růst peněžní nabídky má vliv na růst akcií, protože firmy získávají snadno peníze na investice a zvyšují zisk a investoři se snaží nadbytečné prostředky investovat do cenných papírů.

Inflace – nemá velký vliv na akcie, protože ty jsou podloženy reálným majetkem, který inflací ztrácí svoji hodnotu jen minimálně. V některých případech, především nekontrolované inflace, může ale ekonomická nejistota zasáhnout i akciové trhy, a snížit jejich hodnotu.

Hodnoty makroekonomických ukazatelů mají velký vliv především na nejvyspělejší kapitálové trhy. Například v USA reagují ceny akcií velmi citlivě na vyhlášení nových hodnot jednotlivých ekonomických veličin. A proto, že ekonomika USA je nejvyspělejší ekonomikou na světě, její výkyvy silně ovlivňují také ostatní světové trhy. To je patrné z následujících grafů, které slouží k porovnání ročního vývoje indexu PX a DOW JONES INDUSTRIAL.

Obrázek 1. Index PX



Zdroj: <https://brokerjet.ecetra.com/cz/markets/details>

Obrázek 2. Index DOW JONES INDUSTRIAL



Zdroj: <https://brokerjet.ecetra.com/cz/markets/details>

2.1.2. Přehled významných ekonomických ukazatelů USA

¹Auto and Truck Sales - Index prodeje osobních a nákladních automobilů (tahačů)

Business Inventories - Index stavu podnikových zásob

Construction Spending - Výdaje na výstavbu

¹ *Stránky Centra finančního vzdělávání, s.r.o.*, [online]. Centrum finančního vzdělávání, s.r.o., Praha, aktualizováno 12.2.2007 [cit. 2007-3-23]. Dostupné z: <<http://www.financnik.cz/>>.

Consumer Confidence – Index spotřebitelské důvěry

Consumer Credit - Spotřebitelské úvěry

CPI: Consumer Price Index - Index spotřebitelských cen

Durable Goods Orders - Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby

Employment Cost Index - Index výdajů na zaměstnanost

The Employment Report - Zpráva o zaměstnanosti

Existing Home Sales – Index prodeje domů

GDP: Gross Domestic Product - Hrubý domácí produkt

Housing Starts and Building Permits - Zahájené stavby a vydaná stavební povolení

Industrial Production - Průmyslová produkce

Initial Claims – Vzniklé požadavky na zaměstnanost

International Trade - Mezinárodní obchod

NAPM: National Association of Purchasing Managers – Zpráva asociace NAPM

New Home Sales - Index prodeje nově postavených domů

PPI: Producer Price Index - Cenový index průmyslové výroby

Productivity and Costs - Index produktivity a cen

Retail Sales - Maloobchodní tržby

Treasury Budget - Rozpočet státní pokladny USA

Weekly Chain Store Sales - Týdenní index prodeje sítí maloobchodů

Wholesale Trade - Velkoobchodní prodej

3.2. Odvětvová analýza

Odvětvová analýza hodnotí vývoj jednotlivých ekonomických a průmyslových odvětví, jejich citlivost na hospodářský vývoj a porovnává jednotlivé podniky odvětví mezi sebou. Tato analýza především zjišťuje nákladovost výroby, míru zisku a inovační možnosti odvětví a na základě toho rozlišuje odvětví podle toho, jak reagují na vývoj hospodářského cyklu ekonomiky.

Cyklická odvětví - kurzy akcií se pohybují v souladu s hospodářským cyklem. Například automobilový průmysl.

Neutrální odvětví - kurzy akcií nijak nereagují na hospodářský cyklus, protože poptávka po produktech odvětví je relativně stabilní. Například potraviny nebo léky.

Anticyklická odvětví - kurzy akcií se pohybují opačně, proti vývoji hospodářského cyklu. Zhoršení ekonomické situace vede k hledání levnějších alternativ. Například obchody zaměřené na levné zboží.

Podle povahy odvětví a očekávaného ekonomického vývoje pak analytici předpovídají vývoj cen akcií ve vybraném odvětví.

2.3. Analýza jednotlivých titulů

Fundamentální analýza jednotlivých akciových titulů je založená na analýze hospodaření a ziskovosti firem a jejich výhledech do budoucna. ²Podstatou fundamentální analýzy jednotlivých společností je stanovení vnitřní hodnoty akcie, která se poté stává součástí kontinuálního ohodnocovacího procesu. Vnitřní hodnotu porovnáváme s tržní hodnotou a ze vzájemného vztahu těchto dvou hodnot vycházíme při rozhodování o nákupu nebo prodeji akcií posuzované společnosti.

Na zjišťování vnitřní hodnoty akcie existuje mnoho modelů a způsobů výpočtu, které vycházejí především z ekonomických výsledků a budoucích výhledů hospodaření společnosti.

2.3.1. Bilanční modely

Vychází z rozvahy společností a mají za úkol stanovit tak zvanou účetní hodnotu, nebo také likvidační hodnotu.

² POLÁCH, J. – KOŘENÁ, K. *Peněžní a kapitálové trhy*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, ve Zlíně 2002, ISBN 80-7318-084-7

$$\text{ÚČETNÍ HODNOTA} = \text{AKTIVA} - \text{ZÁVAZKY} / \text{POČET AKCIÍ}$$

Účetní hodnota vyjadřuje čistý podíl majetku na jednu akcii, nebo taky teoretickou velikost likvidačního zůstatku při okamžitém ukončení činnosti firmy a její význam je především v tom, že vymezuje v podstatě spodní hranici tržní hodnoty akcie. Tyto modely nejsou vhodné pro výpočty budoucí ceny akcií, protože počítají jen s vlastním majetkem firmy, ale nezohledňují hodnoty vytvářené činností firmy.

2.3.2. Dividendové diskontní modely

Metoda je založena na posouzení poměru vyplácených dividend a požadované výnosové míry. Budoucí dividendy jsou diskontovány na současnou hodnotu.

Nejnámější vzorcem pro výpočet vnitřní hodnoty akcie touto metodou je Gordonův vzorec.

$$VH = D / (r - g)$$

VH – vnitřní hodnota akcie

D - očekávaná dividenda

r - požadovaná výnosová míra

g - očekávaná růstová míra dividend

Tato metoda je ale vhodná jen pro firmy, které pravidelně vyplácí dividendy a růst těchto dividend je přibližně konstantní. Takových akcií ale na trhu moc není a v České republice zřejmě žádná. Některé společnosti obchodované na BCPP nabízí zajímavý výplatní poměr, ale bylo by problematické jejich porovnávání s akciovými společnostmi, které dividendy nevyplácí vůbec, nebo vyplácí jen malé procento ze zisku.

Informace o výši předpokládané dividendy je ale tak významná, že ji není možno opomenout. Proto bude tato skutečnost zohledňována při posuzování jednotlivých akciových titulů.

2.3.3. Ziskové modely

Slouží investorům k porovnání zisku společnosti s dalšími ekonomickými ukazateli.

P/E ratio (price/earnings), je nejznámějším a nejvíce využívaným ukazatelem který zobrazuje poměr mezi kurzem akcie a čistým ziskem na akcii. Tento ukazatel znázorňuje, kolikrát je zisk v jedné akcii obsažen. Čím nižší koeficient, tím je akcie levnější. P/E ratio slouží především k porovnávání akcií ze stejného odvětví a ze stejné země, ale využívá se také pro výpočet vnitřní hodnoty:

$$VH = P/E \times E_F$$

VH – vnitřní hodnota akcie

P/E - tržní cena/zisk

E_F - zisk v následujícím období

Tento způsob výpočtu vnitřní hodnoty akcie je jedním ze základů fundamentální analýzy, protože je založen na ukazatelích, které investory nejvíce zajímají, a to tržní hodnotě akcie a zisku z této hodnoty vygenerovaném. Dalším velkým kladem je, že data potřebná pro výpočet jsou snadno dostupná každému investorovi. Z těchto důvodů bude použito P/E ratio jako jedna z položek fundamentální analýzy v této práci.

P/S ratio (P/Sales), je dalším ziskovým ukazatelem. Posuzuje tržní hodnotu firmy k celkovým tržbám. Pro investory je vhodný pouze jako doplňkový ukazatel, protože růst tržeb je sice důležitá informace, ale bez zohlednění nákladů může být zavádějící.

P/EBITDA – tržní hodnota firmy k provoznímu zisku EBITDA. Použití provozního zisku EBITDA je možné v kombinaci s dalšími ekonomickými hodnotami nebo samostatně. Tento analytický ukazatel, který je snadno dostupný, používá mnoho makléřských společností ve svých investičních doporučeních. Začal se používat v americké finanční praxi k oceňování podniků a později byl tento ukazatel používán širokou veřejností k zachycení schopnosti veřejně obchodovatelných společností generovat hotovost. EBITDA se často srovnává s cash flow, protože právem připočítává k provoznímu zisku dvě základní veličiny, odpisy a amortizaci, které na hotovost nemají vliv.

³EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization-Zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací.

Čisté výnosy z tržeb

-provozní náklady

provozní zisk EBIT

+odpisy

+amortizace

EBITDA

Ukazatel EBITDA neposkytuje úplně přesné údaje, protože se zde nepočítá s úroky a daněmi, které významně snižují hodnotu zisku, ale v zásadě se jedná o vyčíslení hrubého ročního výnosu z určité investice (podniku).

Ukazatel P/EBDITA tedy slouží investorům ke zhodnocení vlastní zamýšlené investice, tj.

³ Stránky Centra finančního vzdělávání, s.r.o., [online]. Centrum finančního vzdělávání, s.r.o., Praha, aktualizováno 12.2.2007 [cit. 2007-3-23]. Dostupné z:<[http://www. financnik.cz/](http://www.financnik.cz/)> .

P- tržní hodnota, kterou hodlají investovat v poměru k výnosu, který tato investice může přinést za jeden rok. Čím je hodnota nižší, tím je investice výhodnější. Tento ukazatel bude použit v diplomové práci jako další způsob určení vnitřní hodnoty akcie.

$$VH = P/EBITDA \times EBITDA_F / A$$

VH - vnitřní hodnota akcie

P/EBITDA - tržní cena/zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací

EBITDA_F - zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací v následujícím období

N - počet akcií

2.3.4. Model volného cash flow

Oceňování akcií touto metodou je založeno na modelu diskontovaných volných peněžních toků - cash flow (FCF), nebo modelu diskontovaných dividend (DDM). V zásadě vypočteme současnou hodnotu budoucích peněžních toků za požadované období, které vydělíme počtem obchodovaných akcií. To je vnitřní hodnota akcie.

$$VH = PVCF / N \quad PVCF = FCF / r - g$$

VH - vnitřní hodnota akcie

PVCF - současná hodnota peněžních toků

FCF - budoucí hodnota peněžních toků

N - počet akcií

r - požadovaná výnosová míra

g - očekávaný růst peněžních toků

Tento model je stále více využíván i v České republice, ale pro většinu investorů jsou hůře dostupná data potřebná k naplnění modelu z toho důvodu, že pro správný výpočet musíte znát hodnotu budoucích investic a odpisů, což jsou položky, které společnosti ve výročních zprávách většinou neuvádí. Jako vhodný zástupný model je možno použít právě výše zmíněnou metodu pracující s EBITDA.

2.3.5. Historické modely

Tyto metody porovnávají historickou tržní cenu s jinou ekonomickou veličinou minulosti, například s tržbami, dividendami, cash flow nebo účetní hodnotou. Vypovídají o tom, kolikrát více nebo méně jsou investoři ochotni zaplatit za akcii vykazující dané ekonomické výsledky.

Výhodou těchto metod je, že vycházejí ze stabilnějších hodnot než ostatní metody a proto poskytují reálnější výsledky. Nevýhodou je v čase rozdílný pohled investorů na vývoj ekonomiky a kapitálových trhů. Investoři určitě jinak vnímají výši tržní hodnoty akcií v době recese a jinak v období růstu ekonomiky.

Investoři hodnotí, kolikrát je tržní kapitalizace firmy vyšší než například účetní hodnota a jestli to má svoje opodstatnění. Model P/BV (tržní cena/účetní hodnota) bude použit v projektové části jako třetí způsob výpočtu vnitřní hodnoty akcie.

$$P/BV = P_A / BV_A \quad \text{z toho plyne} \quad VH = P/BV \times BV_F / N$$

VH	- vnitřní hodnota akcie
P_A	- historická tržní cena
BV_A	- historická účetní hodnota
BV_F	- budoucí účetní hodnota
N	- počet akcií

2.3.6. Finanční analýza

Finanční analýza je součástí fundamentální analýzy a poskytuje základní údaje o firmě, jako je ziskovost, rentabilita, likvidita, zadluženost a další. Data pro finanční analýzu poskytují finanční výkazy akciových společností a z nich se počítají různé poměrové ukazate-

le využívané pro posuzování hospodaření a výkonnosti firmy, nebo jako důležité podkladové informace pro akciové analýzy.

Nejpoužívanějšími ukazateli jsou:

ROA = zisk před úroky a daněmi/celková aktiva

také: rentabilita aktiv

ROE = čistý zisk/vlastní jmění

rentabilita vlastního kapitálu

3. ZÁSADY PRO VÝBĚR AKCIOVÉHO PORTFOLIA

Jednotlivé investiční instrumenty mají rozdílnou výnosnost, likviditu a sklon k riziku. Není vhodné a především bezpečné investovat všechny prostředky do jednoho investičního instrumentu ale přistoupit k diverzifikaci a sestavit portfolio. To znamená rozdělit investici do různých druhů aktiv. Například část do nemovitostí, část do dluhopisů a zbytek do akcií. Tento postup zabezpečí minimalizaci rizika a přiblíží investici k optimálnímu portfolio, tedy k nejvyššímu poměru dodatečného výnosu k riziku.

Účelem sestavení portfolio ale není jen diverzifikace za účelem rozložení rizika, ale je možno z určitého okruhu investičních možností vybrat takové investice, které nabízejí vyšší výnos než ostatní investice. A to je předmětem této práce. Neorientovat se na riziko, ale na výnosnost vybraného portfolio.

Vybrané portfolio bude sestaveno z perspektivních akcií obchodovaných na BCPP a bude tedy portfolioem s pozitivně korelovanými výnosy. Toto portfolio by tedy mělo být kvůli zabezpečení investice součástí nějakého většího portfolio které by obsahovalo další nekorelovaná aktiva, nebo by mělo být zajištěno opcí s negativní korelací. Rozložení rizika a zajištění investice ale není předmětem této práce.

II. ANALYTICKÁ ČÁST

4. ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU NA BCPP

4.1. Historie a současnost burzy

Pražská burza byla založena již v roce 1871, a s různými změnami fungovala až do roku 1938. Před 1. světovou válkou se na ní obchodovalo zejména s domácími cennými papíry. Burza cenných papírů Praha, a.s. navazuje na tuto tradici a byla založena v roce 1992, kdy se v naší zemi po dlouhých letech socialismu začalo zavádět tržní hospodářství. První obchody zde proběhly v dubnu 1993.

Burza je velmi důležitou součástí tržní ekonomiky. Odráží se zde výkonnost ekonomiky země, především z hlediska tvorby rovnovážných cen, vlivu na investování a na konjunkturu. Na burze cenných papírů se nejen obchoduje s cennými papíry, ale je také schopna uspokojit nabídku a poptávku po volném kapitálu.

Burza cenných papírů Praha je akciovou společností se sídlem v Praze. Je největším organizátorem trhu cenných papírů v České republice. V současnosti má 22 členů. Pouze tyto členové jsou oprávněni uzavírat burzovní obchody. Výjimku tvoří Ministerstvo financí ČR, Česká národní banka a Česká konsolidační agentura.

Pražská burza je od vstupu do EU členem Federace evropských burz (FESE) a také má od americké komise pro cenné papíry statut trhu bezpečného pro americké investory, takže se dnes těší zájmu nejenom domácích, ale i zahraničních investorů.

4.2. Orgány BCPP

Nejvyšším orgánem Burzy cenných papírů je valná hromada. Ta rozhoduje o zásadních otázkách vývoje burzy, obsazení burzovní komory, dozorčí rady a schvaluje účetní závěrku.

Výkonným orgánem je Burzovní komora a jejím nejvyšším představitelem je generální ředitel. Tento post v současnosti zastává Ing. Petr Koblic. Na činnost Burzovní komory dohlíží pětičlenná Dozorčí rada. Základní podmínky organizace burzovního trhu, členství na burze, kotace cenných papírů na burze, ochrany investorů, burzovních poplatků a sankční pravomoci burzovních orgánů upravuje Burzovní řád. Případné řešení sporů z burzovních obchodů řeší Burzovní rozhodčí soud. Ten je nezávislým orgánem a jeho rozhodnutí jsou závazná pro všechny členy burzy.

Dohled státu na činnost burzy má na starosti Komise pro cenné papíry. Tento dohled zajišťuje burzovní komisař, kterého jmenuje předseda KCP.

4.3. Obchodování na BCPP

Burzovním obchodem se rozumí nákup a prodej cenných papírů na burze. Tyto obchody zajišťují členové burzy, na svůj účet, nebo na účet klientů, prostřednictvím makléře.

Makléř je fyzická osoba, která musí mít k nákupu a prodeji cenných papírů potřebnou licenci. Obchody probíhají na centrálním trhu nebo v blocích cenných papírů.

Blokové obchody – jsou specifické obchody ucelených bloků akcií o určitém minimálním objemu, uzavřené mezi členy burzy a zaregistrované v obchodním systému burzy. Cena uzavřeného obchodu není nijak omezena ani vázána na kurz CP.

Centrální trh - obchoduje se zde v systému KOBOS (kontinuální burzovní obchodní systém) a obchody jsou uzavírány elektronicky na základě spárování nákupních a prodejních objednávek vkládaných do systému v reálném čase. Na základě nabídky a poptávky se zde tvoří tržní cena akcií. Cenné papíry na centrálním trhu se obchodují na čtyřech trzích: hlavní trh, vedlejší trh, nový trh a volný trh. O přijetí cenných papírů na tyto trhy rozhoduje burzovní výbor pro kotaci. Vypořádání burzovních obchodů zajišťuje UNIVYC (Univerzální vypořádací centrum), což je dceřiná společnost BCPP.

Emitenti, jejichž akcie jsou obchodované na hlavním nebo vedlejším trhu mají povinnost poskytovat burze čtvrtletně ekonomické informace a průběžné informace, které mohou ovlivnit kurz cenného papíru. Podniky na volném trhu tuto povinnost nemají. Příkladem společnosti obchodované na volném trhu je akciová společnost Philip Morris ČR.

4.4. SPAD

Na hlavním trhu Burzy se obchodují cenné papíry největších společností, které jsou zahrnuty ve speciálním segmentu tohoto trhu nazvaném SPAD. Zkratka SPAD znamená Systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů. Je to systém sloužící k zajištění dostatečné likvidity trhu, kterou mají za úkol zajišťovat členové burzy, jakožto tvůrci trhu, s kterými má Burza za tímto účelem uzavřenou smlouvu o vykonávání této činnosti na vybraných emisích akciových titulů.

V systému SPAD je v současnosti obchodováno 11 akciových titulů, které v souhrnu tržní kapitalizace tvoří 96,8 % objemu tržní kapitalizace všech akcií obchodovaných na centrálním trhu. Největším dílem se na tomto objemu účastní akcie společnosti ČEZ a to 35,7 %. Druhou největší obchodovanou společností je Erste bank- 31,7%. Spolu tyto dvě společnosti představují 2/3 tržní kapitalizace celé burzy.

4.5. Burzovní index

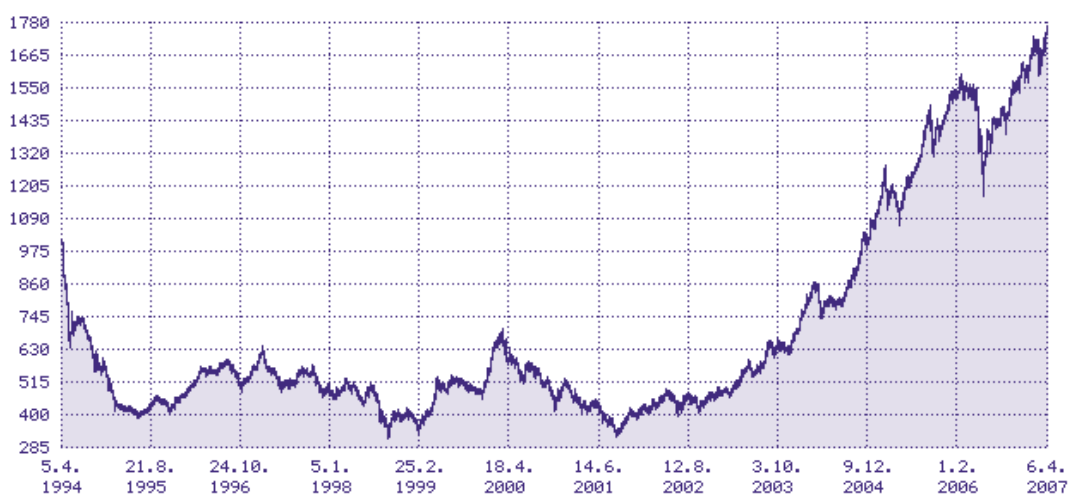
Grafické znázornění výkonnosti celého trhu BCPP zobrazuje index PX. Tento index se používá od března 2006, kdy nahradil indexy PX 50 a PX-D a převzal historické ceny od nejstaršího indexu trhu PX 50. Index se začal počítat od roku 1994 kdy byla stanovena jeho výchozí hodnota 1000 bodů. V dnešních dnech se jeho hodnota pohybuje nad hranicí 1700 bodů, ale byly období, kdy atakoval pouhých 300 bodů. Index se aktualizuje v době obchodování každou minutu.

Index PX se počítá v zásadě z poměru současné tržní kapitalizace (TK_t) a výchozí tržní kapitalizace celého trhu BCPP (TK₀).

$$PX = TK_t / TK_0$$

Základ indexu tvoří 50 emisí, které v něm mají poměrné zastoupení podle jejich tržní kapitalizace. Jedna emise se může na bázi indexu PX podílet maximálně 25%. Sestava báze indexu se aktualizuje čtyřikrát za rok, přepočítáním současné hodnoty tržní kapitalizace jednotlivých společností.

Obrázek 3: Index PX – úplný



Zdroj: <http://www.pse.cz/Statistika/Burzovni-Indexy/Detail.aspx?bi=1>

4.6. Výhody investování na BCPP

Investovat na BCPP je výhodné již od roku 2002, kdy Index PX 50 začal trvale růst především zásluhou restrukturalizace průmyslu a stabilizace bankovního sektoru a následného růstu HDP. Zlepšení situace na trhu zajistilo masivní příliv zahraničních investic, který ještě zesílil po vstupu země do EU a pokračuje dodnes.

Český kapitálový trh je v posledních letech jedním z nejvíce rostoucích trhů na světě. Největší růst zaznamenal index PX v roce 2004, a to o 56,6% a následně v roce 2005, kdy rostl meziročně o 42,7%. V roce 2006 vzrostl z hodnoty 1473 bodů o 7,87% na hodnotu 1589 bodů. A za první čtvrtletí roku 2007 o dalších 7,76% na 1712 bodů. Uvedené výkony ukazují, že v nedávné minulosti byl růst cen akcií pro investory velmi zajímavý a dá se předpokládat, že tento trend bude pokračovat.

Velkým kladem pro domácí investory je bezesporu detailní znalost firem emitovaných na BCPP a prostředí ve kterém podnikají. Nezanedbatelným aspektem investování na domácím trhu je pro domácí investory také to, že nehrozí riziko kursových ztrát, kterému se nevyhneme při investování například do amerických akcií. Pro domácí investory je trh organizovaný BCPP nejvhodnějším trhem z důvodů detailní znalosti jeho historického vývoje, vývoje jednotlivých emisí a také pro jeho přehlednost a čitelnost.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5. FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA AKCIOVÝCH SPOLEČNOSTÍ

5.1. Fundamentální analýza ČEZ

⁴Skupina ČEZ se řadí k 10 největším energetickým uskupením v Evropě, a to jak z hlediska instalovaného výkonu, tak podle počtu zákazníků. Ve středoevropském regionu zaujímá přední pozici i na trhu s elektřinou. Po rozšíření o tři bulharské distribuční společnosti, jednu rumunskou distribuční společnost, dvě polské a jednu bulharskou elektrárnu je uskupením s mezinárodní působností sdružujícím více než 90 českých i zahraničních společností. Podle nejnovějšího žebříčku časopisu Forbes zaujímá 453. místo mezi největšími veřejně obchodovatelnými firmami světa. Na BCPP je společnost ČEZ největší akciovou společností co se týče tržní kapitalizace, což odpovídá asi 1/3 celkové tržní kapitalizace BCPP.

Předmět činnosti

Hlavním předmětem činnosti ČEZ, a. s., je:

- prodej elektřiny, opatřené zejména výrobou ve vlastních zdrojích, a s tím související poskytování podpůrných služeb elektrizační soustavě
- výroba, rozvod a prodej tepla
- výroba jiných základních anorganických chemických látek
- výroba kovových nádrží, zásobníků a kontejnerů (s obsahem nad 300 litrů)
- všeobecné strojírenské činnosti
- výroba a opravy zvedacích a manipulačních zařízení

Profil společnosti ČEZ,a.s.

Adresa: Duhová 2/1444 Praha 4 140 53

IČO: 45274649

Počet zaměstnanců: 6415

⁴ *Stránky společnosti ČEZ, a.s.* [online]. ČEZ,a.s.,Praha, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z:< www.cez.cz/presentation>.

Akcionáři: Fond národního majetku České republiky	67,59 %
IKS globální, otevř.podílový fond KB, a.s.	1,01 %
Česká konsolidační agentura	0,04 %
Město Ústí nad Labem	0,00 %
ISIN: CZ005112300	
Nominál: 100	
Počet ks: 592210843	
Trh: Česká republika – (BCPP, RMS), Polsko, Německo	

Tabulka 1: Fundamentální data ČEZ (dle IFSR-konsolidované)

Mld. Kč	2006	2007
Tržby	149	165
EBITDA	61	71
EBIT	39	48
Čistý zisk	27	34
Dividenda/akcii (Kč)	20	26

Zdroj: www.cez.cz/presentation**5.1.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie**

Tržní hodnota akcie 28.3.2007 925,- Kč

P/E ratio**2007**

Zisk na 1 akcii 2006

$$E_{07} = \text{EAT}_{2006} / N$$

$$E_{07} = 27\,000\,000\,000 / 592\,210\,843 = \underline{45,6} \text{ (Kč)}$$

$$P/E_{07} = 925 / 45,6 = \underline{20,3}$$

2008

Zisk na 1 akcii 2007

$$E_{08} = \text{EAT}_{2007} / N$$

$$E_{08} = 34\,000\,000\,000 / 592\,210\,843 = \underline{57,4} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{08} = 925 / 57,4 = \underline{16,10}$$

$$\Rightarrow V_{H08} = P / E_{07} \times E_{08} = 20,3 \times 57,4 = \underline{1165} \text{ (Kč)}$$

P/EBITDA

$$P = 592210843 \times 925 = \underline{547\,795\,029\,775} \text{ (Kč)}$$

2007

$$P / \text{EBITDA} = 547\,795\,029\,775 / 61000000000 = \underline{8,98}$$

2008

$$P / \text{EBITDA} = 547\,795\,029\,775 / 71000000000 = \underline{7,71}$$

$$\Rightarrow V_{H08} = P / \text{EBITDA}_{07} \times \text{EBITDA}_{08} / N = 8,98 \times 71\text{mld.} / 592210843 = \underline{1076} \text{ (Kč)}$$

Model P/BV

Tabulka 2: Balance ČEZ

mil.Kč	31.12.2005	31.12.2006
CELKOVÁ AKTIVA	274 208	368 655
CELKOVÉ ZÁVAZKY	99 932	161 002
ÚČETNÍ HODNOTA	174 276	207653

Zdroj: www.cez.cz/presentation

2005 (31.12.2005)

Tržní hodnota akcie 31.12.2005 736,50 Kč

$$P_A = 736,5 \times 592\,210\,843 = \underline{436\,163\,285\,870} \text{ (Kč)}$$

$$BV_A = 274\,208\,000\,000 - 99\,932\,000\,000 = \underline{174\,276\,000\,000} \text{ (Kč)}$$

$$P_A / BV_A = 436\,163\,285\,870 / 174\,276\,000\,000 = \underline{2,5}$$

Tržní kapitalizace společnosti ČEZ byla na konci roku 2005 2,5x vyšší než účetní hodnota společnosti.

2006 (31.12.2006)

Tržní hodnota akcie 31.12.2006 914,- Kč

$$P_F = 914 \times 592\,210\,843 = \underline{541\,280\,710\,502} \text{ (Kč)}$$

$$BV_F = 368\,655\,000\,000 - 161\,002\,000\,000 = \underline{207\,653\,000\,000}$$

$$P_F / BV_F = 541\,280\,710\,502 / 207\,653\,000\,000 = \underline{2,6}$$

$$VH = P_A / BV_A \times BV_F / N = 2,5 \times 207\,653\,000\,000 / 592\,210\,843 = \underline{877} \text{ (Kč)}$$

Tabulka 3: Výpočet VH akcie ČEZ

Metoda	3/2007	3/2008	(Kč)
P/E	34,25	27,20	1164
P/EBITDA	8,98	7,71	1076
P/BV	2,5		805
Průměrná VH			1039
Tržní cena			925

Zdroj: Vlastní výpočet autora

Výpočet průměrné vnitřní hodnoty ČEZ

$$VH \text{ akcie} = (1165 + 1076 + 877) / 3 = \underline{1039} \text{ (Kč)}$$

Růstový potenciál (%)

$$1039 - 925 = 114$$

$$114 / 925 * 100 = \underline{12,32 \%}$$

Na základě fundamentálních výpočtů je vnitřní hodnota akcií společnosti ČEZ a.s. s výhledem na jeden rok na úrovni 1039 Kč/akcii. Ve fundamentální analýze se ale nedá spoléhat jen na výpočty, je nutno zhodnotit budoucí pozitivní a negativní vlivy, které budou na akcii působit a ovlivňovat tak tržby, náklady, investice a následně zisk. Proto je nutné sledovat všechny informace ovlivňující akciovou společnost a tyto zprávy analyzovat.

Pozitivní vlivy

Hospodářské výsledky za r. 2006. Čistý zisk za rok 2006 dosáhl 27,697 miliardy korun a vzrostl tak v meziročním srovnání o 29 %, provozní zisk před odpisy (EBITDA) o 28,4%. Výroba energie vzrostla o 9,2 %, prodeje v segmentu výroba a obchod vzrostly o 12,5%.

Růst zisku v příštích letech tažený rostoucími cenami energie a akvizicemi. Předpoklad nárůstu čistého zisku v r.2007 na 34,149, v roce 2008 na 43,411 a v roce 2009 na 49,913 miliardy korun.

Stabilní růst poptávky po elektřině

Zvyšování cen elektřiny – ⁵analytická společnost Sal. Oppenheim předpokládá, že se v České republice vyrovnají ceny elektřiny s cenami v Německu v roce 2008. To představuje pro ČEZ potenciální přírůstek zisku o 6 miliard korun.

Zahraniční akvizice. Začlenění distribučních společností v Bulharsku a Rumunsku, bulharské elektrárny Varna a polských elektráren Elcho a Skawina do uskupení se podílelo v roce 2006 7,3% podílem na růstu EBITDA celé skupiny, na rozdíl od 4 % podílu v roce 2005.

⁵ *Stránky agentury ČEKIA a.s.* [online]. Česká kapitálová informační agentura, a.s., Praha, aktualizováno 29.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<http://ipoint.financninoviny.cz/jake-jsou-vyhledky-cez-do-r-2009-nad-analyzou-sal-oppenheim.html>>.

Negativní vlivy

Snížení objemu emisních povolenek. Evropská komise snížila objem emisních povolenek pro Českou republiku pro období 2008 – 2012 asi o 14,8 %. To je pro ČEZ negativní zpráva, protože to ČEZu může snížit výnosy z prodeje nadbytečných povolenek které v roce 2006 činily 3,08 mld. Kč.

Zvýšení konkurence na Balkáně. Bulharsko požaduje znovu otevřít 2 nukleární reaktory v elektrárně Kozloduy (výkon 440 MW), uzavřené kvůli bezpečnosti, ve snaze vyhnout se elektrické krizi v regionu. ČEZ nyní profituje z vyšších cen elektřiny způsobených nedostatkem elektřiny v regionu.

Vnitřní hodnota akcie ČEZ

V následujícím období bude působit na akcie ČEZu několik pozitivních vlivů, které budou podporovat růst ceny akcie. Z negativních vlivů bude nejvíce působit snížení objemu emisních povolenek, které už ale investoři vzali na vědomí a je částečně zohledněna v současné tržní ceně. Hrozba zvýšené konkurence na Balkáně je pouze regionálního rázu a dotkla by se hospodářských výsledků pouze okrajově. Vzhledem k vypočtené vnitřní hodnotě akcie společnosti ČEZ 1039,- Kč na akcii, očekávám dosažení této ceny nejpozději v období leden až březen 2008.

5.2. Fundamentální analýza CETV

Central European Media Enterprises Ltd. (CME) obchodovaná v České republice pod označením CETV je mediální společnost která působí ve východní a střední Evropě. Vlastní televizní stanice v České republice, Rumunsku, Chorvatsku, Slovinsku, na Slovensku a

na Ukrajině a obchoduje se na BCPP, na americké Nasdaq a chystá se vstoupit na burzu ve Varšavě. Na BCPP se tato společnost začala obchodovat 28.6.2005 při průměrné ceně 1190 Kč/ akcii a dnes se akcie obchodují za cenu asi 1850 Kč. To je nárůst za necelé dva roky asi o 55%. Společnost CME deklaruje, že nikdy nebude vyplácet dividendy, to znamená, že investoři musí spoléhat na kapitálové zhodnocování akcií.

Předmět činnosti emitenta

Vlastnictví a provozování komerčních televizních stanic ve střední a východní Evropě

Profil společnosti CETV

Emitent: CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENTERPRISES LTD.

Hamilton, HM CX, Clarendon House, 2 Church St.

IČO: 45274649

ISIN: BMG200452024

Nominál: 0,08 USD

Počet ks: 34 321 889

Trh: BCPP, Nasdaq

Tabulka 4: Fundamentální data CETV (dle IFSR-konsolidované)

mil Kč (kurs 21/1USD)	2005	2006
Tržby	8 420	12 665

EBITDA	3 060	4 332
EBIT	1 100	2 961
Čistý zisk	903	550
Dividenda/akcii (Kč)	0	0

Zdroj: http://www.cyrus.cz/uploads/PDF/predikce_CME_2006.pdf
<http://ipoint.financninoviny.cz/1-povysledkovy-zvyseny-cil-pro-cme>

5.2.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie

P/E ratio

Tržní hodnota akcie 28.3.2007 1 850,- Kč.

2007

Zisk na 1 akcii 2006

$$E_{07} = \text{EAT}_{2006} / N$$

$$E_{07} = 903\,168\,000 / 34\,321\,889 = \underline{26,3} \text{ (Kč)}$$

$$P/E_{07} = 1850 / 26,3 = \underline{70,3}$$

2008

Zisk na 1 akcii 2007

$$E_{08} = 550\,200\,000 / 34\,321\,889 = \underline{16,03}$$

$$P/E_{08} = 1850 / 16,03 = \underline{115}$$

$$VH_{08} = P / E_{07} \times E_{08} = 70,3 \times 16,03 = \underline{1127} \text{ (Kč)}$$

P/EBITDA

2006

$$P = 34\,321\,889 \times 1642 = 56\,356\,541\,738 \text{ (Kč)}$$

$$P/EBITDA_{07} = 56\,356\,541\,738 / 3\,060\,708\,000 = \underline{18,41}$$

2007

$$P = 34\,321\,889 \times 1850 = \underline{63\,495\,494\,650}$$

$$P/EBITDA_{08} = 63\,495\,494\,650 / 4\,332\,216\,000 = \underline{14,65}$$

$$VH_{08} = P/EBITDA_{07} \times EBITDA_{08} / N = 18,41 \times 4332\,216\,000 / 34\,321\,889 = \underline{2324} \text{ (Kč)}$$

Model P/BV

Tabulka 5: Bilance CETV

mil.Kč	31.12.2005	31.12.2006
CELKOVÁ AKTIVA	29 166	38 199
CELKOVÉ ZÁVAZKY	14 874	16 448
ÚČETNÍ HODNOTA	14 292	21 751

Zdroj:<http://ipoint.financninoviny.cz/1-povysledkovy-zvyseny-cil-pro-cme>

2005 (31.12.2005)

Tržní hodnota akcie 31.12.2005 1 377,- Kč

$$P_A = 1377 \times 34\,321\,889 = \underline{47\,261\,241\,153} \text{ (Kč)}$$

$$BV = VK - CK$$

$$BV_A = 29\,165\,850\,000 - 14\,874\,237\,000 = \underline{14\,291\,613\,000} \text{ (Kč)}$$

$$P_A / BV_A = 47\,261\,241\,153 / 14\,291\,613\,000 = \underline{3,3}$$

Tržní kapitalizace společnosti CETV byla na konci roku 2005 3,3x vyšší než účetní hodnota společnosti.

2006 (31.3.2006)

Tržní hodnota akcie 31.12.2006 1 850,- Kč

$$P_F = 1850 \times 34\,321\,889 = \underline{63\,495\,494\,650} \text{ (Kč)}$$

$$BV_F = 38\,199\,000\,000 - 16\,447\,914\,000 = \underline{21\,751\,086\,000} \text{ (Kč)}$$

$$P_F / BV_F = 63\,495\,494\,650 / 21\,751\,086\,000 = \underline{2,92}$$

$$VH = P_A / BV_A \times BV_F / N = 3,3 \times 21\,751\,086\,000 / 34\,321\,889 = \underline{2\,091} \text{ (Kč)}$$

Tabulka 6: Výpočet VH akcie CETV

Metoda	3/2007	3/2008	(Kč)
P/E	70,3	115	1127
EV/EBITDA	18,41	14,65	2324
P/BV	3,3	2,92	2091
Průměrná VH			1847
Tržní cena			1850

Zdroj: Vlastní výpočet autora

Průměrná vnitřní hodnota

$$VH \text{ akcie} = (1127 + 2324 + 2091) / 3 = \underline{1847}$$

Fundamentální výpočty potvrdily, že současná vnitřní hodnota akcií společnosti CETV ve výši 1847 Kč/ akcii odpovídá současné tržní hodnotě. Pro budoucí ocenění ale bohužel není možno získat dostatek věrohodných informací pro další výpočty. V odhadech dalšího vývoje se proto zaměřím na zhodnocení dostupných informací z hlediska dopadu na tvorbu zisku společnosti.

Pozitivní výhledy

Růst zisku v příštích letech.

Analytici očekávají růst zisku před zdaněním (EBIT) za rok:

2007 o 6,6 % na 143,5 mil USD

2008 o 12 % na 161,1 mil. USD

2009 o 14,4 % na 177,1 mil. USD

Růst tržeb.

Tržby vzrostly v porovnání s rokem 2005 o 50% na 603 mil. USD. Největší vliv na tržby má TV NOVA, která po stagnaci v první polovině roku 2006, zlepšila ve druhém pololetí svoje výsledky především růstem podílu na českém trhu a vzrůstem ceny za reklamu o 17%. Výrazný růst tržeb, který se očekává i v následujících letech vykázaly televize na Ukrajině a v Rumunsku.

Růst HDP v regionu.

V roce 2007 se očekává v regionu působení firmy pokračující růst HDP mezi 5 a 10 %, který je spojen s růstem výdajů za reklamu. Významně by k růstu HDP mohlo přispět po vstupu do EU Rumunsko.

Negativní výhledy

Zvyšování konkurence.

V oblasti televizní reklamy je už dnes poměrně velká konkurence, která se stále zostřuje. Televizní stanice CETV musí dokázat nabídnout nejzajímavější program a udržet si podíl sledovanosti.

Vnitřní hodnota akcie CETV

V následujícím období by měly působit na cenu akcie CETV především pozitivní vlivy, podporující růst ceny akcie. Negativně bude na cenu akcie nadále působit konkurence, ale neočekává se její výraznější vzestup. Dá se očekávat, že na hodnotu akcií CETV bude působit především ohlašovaný vzestup čtvrtletních výsledků, které pomohou akcií do konce roku 2007, k růstu minimálně o 6 % (v souladu s předpovídaným růstem zisku), na cenu 1958,-Kč.

Růstový potenciál (%)

$$1847 * 1,06 = \underline{\mathbf{1958}} \text{ (Kč)}$$

6%

5.3. Fundamentální analýza Telefonica O2

Telefónica O2 Czech Republic, a.s. vznikla dne 1. července 2006 spojením nejvýznamnějšího provozovatele pevných linek, ČESKÉHO TELECOMU, a.s., a nejsilnějšího mobilního operátora, Eurotel Praha, spol. s r.o., do jedné telekomunikační společnosti. Dnes tato společnost provozuje téměř osm miliónů mobilních a pevných linek a je jedním z největších poskytovatelů plně konvergentních služeb na světě.⁶ Telefónica poskytuje komplexní nabídku hlasových a datových a internetových služeb, v pevných a mobilních technologiích včetně nabídky na využívání síťové infrastruktury pro provozovatele a poskytovatele veřejných i neveřejných sítí a služeb. Společnost poskytuje také velkoobchodní služby ostatním provozovatelům veřejných telekomunikačních sítí a poskytovatelům veřejných telekomunikačních služeb v České republice i v zahraničí. Podle organizační struktury skupiny Telefonica patří Telefónica O2 Czech Republic do skupiny společností, kterou zastřešuje O2.

Předmět činnosti

Telekomunikace

Vydavatelství

Výroba počítačů a ostatních zařízení pro zpracování informací

⁶ *Stránky společnosti Telefonica O2 Czech republic, a.s.* [online]. Burza cenných papírů Praha, a.s. Telefonica O2 Czech Republic, a.s., Praha, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<http://www.cz.o2.com/home/cz/aboutUs/pressCentre> >.

Výroba elektromotorů, generátorů a transformátorů
 Opravy a údržba motorových vozidel (kromě motocyklů)
 Zprostředkování nesespecializovaného velkoobchodu

Profil společnosti Telefonica O2 Czech republic, a.s.

Adresa: Olšanská 55/5, Praha 3, 13034, Česká republika

IČO: 60193336

Počet zaměstnanců: 9 816

Akcionáři: Telefónica, S.A. 69 %

Artisan Partners 2 %

Capital International 2 %

ISIN: CZ0009093209

Nominál: 100

Počet ks: 322 089 890

Trh: Česká republika – (BCPP, RMS), USA, Německo

Tabulka 7: Fundamentální data Telefónica (dle IFSR-konsolidované)

mil Kč	2006	2007
Tržby	61311	61030
EBITDA	27906	28081
EBIT	11160	11285
Čistý zisk	8020	8123
Dividenda/akcii (Kč)	50	40

Zdroj: http://www.cz.o2.com/file_sup/313067/_2006_results_cz.pdf *Telefonica O2 CR, Reuters a ATLANTIK FT*

5.3.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Tržní hodnota akcie 28.3.2007 541,- Kč

P/E ratio**2007**

Zisk na 1 akcii 2006

$$E_{07} = \text{EAT}_{2006} / N$$

$$E_{07} = 8\,020\,000\,000 / 322\,089\,890 = \underline{24,9} \text{ (Kč)}$$

$$P/E_{07} = 541 / 24,9 = \underline{21,7}$$

2008

Zisk na 1 akcii 2007

$$E_{08} = \text{EAT}_{2007} / N$$

$$E_{08} = 8\,123\,000\,000 / 322\,089\,890 = \underline{25,2} \text{ (Kč)}$$

$$P/E_{08} = 541 / 25,2 = \underline{21,47}$$

$$\Rightarrow V_{H08} = P/E_{07} \times E_{08} = 21,7 \times 25,2 = \underline{547} \text{ (Kč)}$$

P/EBITDA

$$P = 322\,089\,890 \times 541 = \underline{174\,250\,630\,490} \text{ (Kč)}$$

2007

$$P/EBITDA = 174250630490 / 27\,906\,000\,000 = \underline{6,24}$$

2008

$$P/EBITDA = 174250630490 / 28\,081\,000\,000 = \underline{6,20}$$

$$\Rightarrow V_{H08} = P/EBITDA_{07} \times EBITDA_{08} / N = 6,24 \times 28\,081 \text{ mil.} / 322\,089\,890 = \underline{544} \text{ (Kč)}$$

Model P/BV

Tabulka 8: Bilance Telefónica O2

mil.Kč	31.12.2005	31.12.2006

CELKOVÁ AKTIVA	124 211	117 877
CELKOVÉ ZÁVAZKY	29 236	29 396
ÚČETNÍ HODNOTA	94 975	88 481

Zdroj:http://www.cz.o2.com/home/cz/aboutUs/pressCentre/pressRelease/obdobi_2007_02-Telefonica_O2_Czech_Republic_Financni_vysledky_za_rok_2006.html

2005 (31.12.2005)

Tržní hodnota akcie 31.12.2005 526,- Kč

$$P_A = 526 \times 322\,089\,890 = \underline{169\,419\,282\,140} \text{ (Kč)}$$

$$BV_A = 124\,211\,000\,000 - 29\,236\,000\,000 = \underline{94\,975\,000\,000} \text{ (Kč)}$$

$$P_A / BV_A = 169\,419\,282\,140 / 94\,975\,000\,000 = \underline{1,78}$$

Tržní kapitalizace společnosti Telefonica O2 byla na konci roku 2005 1,78x vyšší než účetní hodnota společnosti.

2006 (31.12.2006)

Tržní hodnota akcie 31.12.2006 541,- Kč

$$P_F = 541 \times 322\,089\,890 = \underline{174\,250\,630\,490} \text{ (Kč)}$$

$$BV_F = 117\,877\,000\,000 - 29\,396\,000\,000 = \underline{88\,481\,000\,000} \text{ (Kč)}$$

$$P/BV = P_F / BV_F = 174\,250\,630\,490 / 88\,481\,000\,000 = \underline{1,96}$$

$$VH = P/BV \times BV_F / N = 1,78 \times 88\,481\,000\,000 / 322\,089\,890 = \underline{489,-} \text{ (Kč)}$$

Tabulka 9: Výpočet VH akcie Telefónica

Metoda			(Kč)
--------	--	--	------

P/E	21,7	21,47	547
P/EBITDA	6,24	6,2	544
P/BV	1,96		489
Průměrná VH			526
Tržní cena			541

Zdroj: Vlastní výpočet autora

Výpočet průměrné vnitřní hodnoty Telefonica O2

VH akcie = $(547 + 544 + 489) / 3 = \underline{526}$ (Kč)

Růstový potenciál (%)

$526 - 541 = -15$

$-15 / 541 * 100 = \underline{-2,77\%}$

Fundamentální výpočty stanovily vnitřní hodnota akcií společnosti Telefonica O2 a.s. na období 4/07 – 3/08 na úrovni 526 Kč/akcii. V nejbližším období ale určitě ovlivní tržní cenu akcie ohlášená výplata dividendy za rok 2006 ve výši 50,- Kč. Jelikož se jedná o vysoký výplatní poměr dividendy, bude mít tato skutečnost krátkodobý vliv na cenu akcie, což se projeví zvýšením ceny o 50 – 85 Kč (+85 = 625 Kč tj.8% výplatní poměr) na hodnotu až 625,- Kč. Investory bude lákat i na této ceně stále zajímavý výplatní poměr.

Pozitivní vlivy

Hospodářské výsledky.

Pokračující růst zisku:

- r.2004 5 732 mil. Kč
- r.2005 6 249 mil. Kč
- r.2006 8 020 mil. Kč
- r.2007 8 200 mil. Kč (výhled)

Nové produkty.

Integrovaná nabídka půlmegabitového připojení poskytující příjem multimediální televize O2 TV, neomezené volání do pevných sítí v ČR společně s vysokorychlostním O2 Internet Expres.

Zrychlení internetových služeb ADSL od 1. dubna 2007. Základní rychlost z 512 kb/s na 2048 kb/s, a maximální rychlost se zvýší z 4096 kb/s na 8192 kb/s.

Společnost očekává v r.2007 nárůst zákazníků ze současných 470 tis. na 700 tis., tj o 50%.

Zahraniční akvizice.

Telefónica O2 CR založila na Slovensku společnost Telefónice O2 Slovakia, která získala licenci na poskytování mobilního připojení. Výnos z těchto investic by měl zvyšovat hospodářské výsledky již za rok 2007.

Dividendová politika.

Společnost plánuje vyplácet v následujících letech dividendu ve výši

40 – 50 Kč na akcii.

Prodej nadbytečného majetku.

Telefónica O2 chystá v roce 2007 a 2008 prodej nemovitostí v účetní hodnotě 6 – 7 mld. To přispěje v jednotlivých obdobích k jednorázovému zvýšení zisku minimálně o 3,5 mld. Kč.

Negativní vlivy

Snižování pevných telefonních přípojek. V průběhu roku 2006 došlo k dalšímu snížení počtu pevných telefonních linek o 17,4 %, na 2 402 000 přípojek a výnosy z měsíčních poplatků poklesly meziročně o 6,5 % na 10,5 mld. Kč.

Zvyšování konkurence. V oblasti mobilní komunikace vstoupí v průběhu roku 2007 čtvrtý mobilní operátor MobilKom. Ten ale neovlivní oblast hlasových služeb a poskytovat především přenos datových služeb a internetové připojení. Zvýšení konkurence v oblasti in-

ternetového připojení a dnes už také hlasových služeb znamenají regionální společnosti, které poskytují bezdrátový přenos dat a internetu.

Vnitřní hodnota akcie Telefónice O2

Rok 2007 by měl být pro akcie Telefóniky, stejně jako rok 2008 obdobím růstu a to především z důvodu vyplácení vysokých dividend a jednorázového prodeje majetku. Významným impulsem k růstu by mohly být také dobré průběžné výsledky dceřiné společnosti na Slovensku.

Mimo období rozhodných pro výplatu dividendy ale očekávám z důvodu zvyšování konkurence pokles a stagnaci ceny akcie na vypočtené vnitřní hodnotě. Vzhledem k vypočtené vnitřní hodnotě akcie 526,-Kč.

5.4. Fundamentální analýza Erste bank

Erste Bank je jednou z největších bankovních uskupení ve střední Evropě. Od roku 1997 kdy banka začala expandovat se zvýšil počet jejích klientů z 600 tisíc na téměř 16 miliónů. Dnes má Erste Bank prostřednictvím svých partnerských bank zastoupení v Rakousku, České republice, na Slovensku, v Chorvatsku, Maďarsku, Srbsku, Rumunsku a na Ukrajině.

Skupina Erste Bank se zaměřuje především na produkty drobného bankovníctví, financování nemovitostí a na službách pro malé a střední podniky.

Na BCPP se akcie Erste Bank začaly obchodovat 1.října 2002.

Předmět činnosti

Bankovní služby

ISIN: AT0000652011

Profil společnosti Erste Bank

Adresa: Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben 21, 1010 Vídeň

IČO:

Počet zaměstnanců: 13 492

Nominál: 0

Počet ks: 315 296 185

Trh: Česká republika – BCPP, Rakousko, Německo

Tabulka 10: Fundamentální data Erste Bank (dle IFSR-konsolidované)

mld. Kč	2006	2007
Tržby	89,3	161,2
EBITDA	56,1	70,1
EBIT	42,6	53,3
Čistý zisk	26,1	32,6
Dividenda/akcii (EUR)	18	?

Zdroj: : <http://ipoint.financninoviny.cz/zaklinani-rumunskem-aneb-nad-uvodnim-doporucenim-pro-erste-bank-od-ing.html>

5.4.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Tržní hodnota akcie 28.3.2007 1628,- Kč

P/E ratio

2007

Zisk na 1 akcii 2006

$$E_{07} = \text{EAT}_{2006} / N$$

$$E_{07} = 26\,100\,000\,000 / 315\,296\,185 = \underline{82,7} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{07} = 1\,628 / 82,7 = \underline{19,7}$$

2008

Zisk na 1 akcii 2007

$$E_{08} = \text{EAT}_{2007} / N$$

$$E_{08} = 32\,600\,000\,000 / 315\,296\,185 = \underline{103,4} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{08} = 1628 / 103,4 = \underline{15,7}$$

$$\Rightarrow V_{H08} = P / E_{07} \times E_{08} = 19,7 \times 103,4 = \underline{2037} \text{ (Kč)}$$

P/EBITDA

$$P = 1628 \times 315\,296\,185 = \underline{513\,302\,189\,180} \text{ (Kč)}$$

2007

$$P / \text{EBITDA} = 513\,302\,189\,180 / 56\,100\,000\,000 = \underline{9,1}$$

2008

$$P / \text{EBITDA} = 513\,302\,189\,180 / 70\,100\,000\,000 = \underline{7,3}$$

$$\Rightarrow V_{H08} = P / \text{EBITDA}_{07} \times \text{EBITDA}_{08} / Q = 9,1 \times 70,1 \text{ mld.} / 315\,296\,185 = \underline{2023} \text{ (Kč)}$$

Model P/BV

Tabulka 11: Bilance Erste Bank

Mld.Kč kurs 28,-,Kč/EUR	31.12.2005	31.12.2006
CELKOVÁ AKTIVA	4 275	5 088
CELKOVÉ ZÁVAZKY	4 096	4 783
ÚČETNÍ HODNOTA	179	305

Zdroj: <http://ipoint.financninoviny.cz/zaklinani-rumunskem-aneb-nad-uvodnim-doporucenim-pro-erste-bank-od-ing.html>

2005 (31.12.2005)

Tržní cena akcie 31.12.2005 1365,- Kč

$$P_A = 1\,365 \times 315\,296\,185 = \underline{430\,379\,292\,525} \text{ (Kč)}$$

$$BV_A = 4\,275 \text{ mld.} - 4\,096 \text{ mld.} = \underline{179 \text{ mld.}} \text{ (Kč)}$$

$$P_A / BV_A = 430\,379\,292\,525 / 179\,000\,000\,000 = \underline{2,4}$$

Tržní kapitalizace společnosti Erste Bank byla na konci roku 2005 2,4x vyšší než účetní hodnota společnosti.

2006 (31.12.2006)

Tržní cena akcie 31.12.2006 1606,- Kč

$$P_F = 1606 \times 315\,296\,185 = \underline{506\,365\,673\,110} \text{ (Kč)}$$

$$BV_F = 5\,088 \text{ mld.} - 4\,783 \text{ mld.} = \underline{305 \text{ mld.}} \text{ (Kč)}$$

$$P_F / BV_F = 506\,365\,673\,110 / 305\,000\,000\,000 = \underline{1,66}$$

$$VH = P_A / BV_A \times BV_F / N = 2,4 \times 305\,000\,000\,000 / 315\,296\,185 = \underline{2\,321,-} \text{ (Kč)}$$

Tabulka 12: Výpočet VH akcie Erste Bank

Metoda	3/2007	3/2008	(Kč)
P/E	19,7	15,7	2 037
P/EBITDA	9,1	7,3	2 023
P/BV	1,66		2 321
Průměrná VH			2 127
Tržní cena			1 628

Zdroj: Vlastní výpočet autora

Výpočet průměrné vnitřní hodnoty Erste Bank

$$VH \text{ akcie} = (2\,037 + 2\,023 + 2\,321) / 3 = \underline{2\,127} \text{ (Kč)}$$

Růstový potenciál (%)

$$2\,127 - 1\,628 = 499$$

$$499 / 1628 * 100 = \underline{30,6 \%}$$

Vnitřní hodnota akcií společnosti Erste Bank pro období 4/07 – 3/08 má podle výpočtu hodnotu 2 127,- Kč/akcii. To je o 30% vyšší hodnota, než je současná tržní cena akcie. Navíc banka svou expanzivní politikou získává stále větší podíl trhu na perspektivních trzích.

Pozitivní vlivy

Hospodářské výsledky.

Erste Bank zvýšila zisk proti předchozímu roku o 30,1% na 932,2 miliónů EUR a v následujících třech letech se očekává nárůst zisku o 20% ročně.

Akvizice.

V průběhu roku 2007 se již plně promítne do hospodaření nová významná akvizice rumunské Banca Comerciala Romana S.A.

Makroekonomické výhledy.

Pozitivní výhledy růstu pro region střední a východní Evropy v roce 2007.

Negativní vlivy

Vyšší rizikovitost podnikání v zemích bývalého Sovětského svazu.

Vnitřní hodnota akcie Erste Bank

S růstem ekonomik jednotlivých zemí střední a východní Evropy, bude zřejmě pokračovat trend zvyšování ziskovosti bankovních služeb. K dobrým výsledkům skupiny Erste Bank by mělo v roce 2007 přispět kromě rumunské akvizice BCR převzetí Diners Clubu v Chorvatsku a vstup Erste Bank na ukrajinský trh. Z toho důvodu se dá předpokládat, že tržní cena akcie se nejpozději v březnu 2008 přiblíží její vnitřní hodnotě 2 127,- Kč.

5.5. Fundamentální analýza Komerční banky

Komerční banka je součástí skupiny Société Générale. Skupina Komerční banky poskytuje klientům komplexní služby v oblasti drobného, podnikového a investičního bankovníctví.

⁷V oblasti drobného bankovníctví se Komerční banka zaměřuje na poskytování komplexních finančních služeb fyzickým osobám a malým podnikům. Banka nabízí klientům depozitní a úvěrové produkty a platební služby. Klienti mohou také vedle standardních bankovních produktů využít možnosti pojištění, důchodového připojištění, uzavřít smlouvu o stavebním spoření nebo leasingovou smlouvu, či investovat do podílových či zajištěných fondů. Oblast podnikového a investičního bankovníctví zahrnuje obsluhu středních podniků a municipalit a velkých korporací. Komerční banka prostřednictvím bankovních poradců a přímého bankovníctví poskytuje klientům platební služby, financování obchodu, leasing, factoring, úvěrování, správu aktiv, služby kapitálového trhu, finanční poradenství a další služby.

Předmět činnosti

Bankovní služby

Profil společnosti Komerční banka

Adresa: Komerční banka, a.s., Na Příkopě 33 čp.969 ,11407 Praha 1

IČO: 45317054

Počet zaměstnanců: 7 500

Akcionáři: Société Générale SA	60%
Investors Bank & Trust Company	8%
Bank of New York	4%

ISIN: CZ0008019106

Nominál: 500

Tabulka 13: Fundamentální data KB (dle IFSR-konsolidované)

⁷ *Stránky společnosti Komerční banka, a.s.* [online]. Komerční banka, a.s., Praha, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <http://www.kb.cz/cs/com/profile/key_financ_info.shtml>.

mil Kč	2006	2007
Tržby	26 302	28 346
EBITDA	13 884	14 023
EBIT	11 811	12 992
Čistý zisk	9 120	10 171
Dividenda/akcii (Kč)	150	?

Zdroj: www.kb.cz/file/en/com/presentations_fr/KB-audited_financial_results_4q2006.pdf

<http://ipoint.financninoviny.cz/ach-ta-kb-aneb-nad-nejnovejsim-doporucenim-od-ing.html>

5.5.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Tržní hodnota akcie 28.3.2007 3 556,- Kč

P/E ratio

2007

Zisk na 1 akcii 2006

$$E_{07} = \text{EAT}_{2006} / N$$

$$E_{07} = 9\,120\,000\,000 / 38\,008\,852 = \underline{240} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{07} = 3\,556 / 240 = \underline{14,8}$$

2008

Zisk na 1 akcii 2007

$$E_{08} = \text{EAT}_{2007} / N$$

$$E_{08} = 10\,171\,000\,000 / 38\,008\,852 = \underline{268} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{08} = 3556 / 268 = \underline{13,3}$$

$$\Rightarrow V_{H08} = P / E_{07} \times E_{08} = 14,8 \times 268 = \underline{3\,966} \text{ (Kč)}$$

P/EBITDA

$$P = 3556 \times 38\,008\,852 = \underline{135\,159\,477\,712} \text{ (Kč)}$$

2007

$$P/EBITDA = 135\,159\,477\,712 / 13\,884\,000\,000 = \underline{9,73}$$

2008

$$P/EBITDA = 135\,159\,477\,712 / 14\,023\,000\,000 = \underline{9,63}$$

$$VH_{08} = P/EBITDA_{07} \times EBITDA_{08} / Q = 9,73 \times 14\,023\,000\,000 / 38\,008\,852 = \underline{3\,589} \text{ (Kč)}$$

Model P/BV

Tabulka 14: Bilance KB

mil.Kč	31.12.2005	31.12.2006
CELKOVÁ AKTIVA	493 738	597 555
CELKOVÉ ZÁVAZKY	443 424	546 957
ÚČETNÍ HODNOTA	50 314	50 598

Zdroj: www.kb.cz/file/en/com/presentations_fr/KBaudited_financial_results_4q2006.pdf

2005 (31.12.2005)

Tržní cena akcie 31.12.2005 3 427,- Kč

$$P_A = 3\,427 \times 38\,008\,852 = \underline{130\,256\,335\,804} \text{ (Kč)}$$

$$BV_A = 493\,739 \text{ mil.} - 443\,424 \text{ mil.} = \underline{50\,314 \text{ mil.}} \text{ (Kč)}$$

$$P_A / BV_A = 130\,256\,335\,804 / 50\,314\,000\,000 = \underline{2,58}$$

Tržní kapitalizace Komerční banky byla na konci roku 2005 2,58x vyšší než účetní hodnota společnosti.

2006 (31.12.2006)

Tržní cena akcie 31.12.2005 3 108,- Kč

$$P_F = 3\,108 \times 38\,008\,852 = \underline{118\,131\,512\,016} \text{ (Kč)}$$

$$BV_F = 597\,555 \text{ mil.} - 546\,957 \text{ mil.} = \underline{50\,598 \text{ mil.}} \text{ (Kč)}$$

$$P/BV = P_F / BV_F = 118\,131\,512\,016 / 50\,598\,000\,000 = \underline{2,33}$$

$$VH = P_A / BV_A \times BV_F / N = 2,58 \times 50\,598\,000\,000 / 38\,008\,852 = \underline{3\,434,-} \text{ (Kč)}$$

Tabulka 15: Výpočet VH akcie KB

Metoda	3/2007	3/2008	(Kč)
P/E	14,8	13,3	3 966
P/EBITDA	9,73	9,63	3 589
P/BV	2,33		3 434
Průměrná VH			3 663
Tržní cena			3 556

Zdroj: Vlastní výpočet autora

Výpočet průměrné vnitřní hodnoty akcií Komerční banky

$$VH \text{ akcie} = (3\,966 + 3\,589 + 3\,434) / 3 = \underline{3663} \text{ (Kč)}$$

Růstový potenciál (%)

$$3663 - 3556 = 107$$

$$107 / 3556 * 100 = \underline{3\%}$$

Pro akcie Komerční banky byla vypočtena vnitřní hodnota pro období 4/07 – 3/08 ve výši

3 663,- Kč/akcii. Tato hodnota je o 3% vyšší než aktuální tržní cena.

Pozitivní vlivy

Výplata dividend

Banka vyplatí za rok 2006 150,-Kč za akcii. To je 4,2% z ceny akcie.

Růst výnosů

Rostou především výnosy z rozvoje retailového trhu a spolupráce s dceřinými společnostmi.

Makroekonomické výhledy.

Pro rok 2007 se očekává ve střední Evropě průměrný růst HDP o 5% a udržení nízkých úrokových sazeb. To by mělo působit na zvyšování objemu úvěrů korporátních klientů.

Negativní vlivy

Rezervy na špatné úvěry. Rostou náklady rizika na špatné úvěry.

Růst mezd. Bude se negativně promítat do výsledků za r. 2007.

Vnitřní hodnota akcií Komerční banky

Oproti předchozím obdobím se hospodářský růst Komerční banky značně zpomaluje.

Nicméně akcie by měly během období od dubna 2007 do března 2008 posílit asi o 3% na vypočtenou hodnotu 3 663,- Kč.

5.6. Fundamentální analýza Orco Property Group

Orco Property Group je lucemburská společnost, zabývající se investováním do nemovitostí a realit v České republice, Německu, Polsku, Rusku, Chorvatsku, Maďarsku a na Slovensku. Společnost začala působit na realitním trhu v roce 1991 a dnes spravuje majetek v hodnotě 1,3 miliard euro. Akcie společnosti se obchodují na BCPP v Praze a na burze Euronext v Paříži.

Předmět činnosti

⁸Nákup a pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor bez poskytování jiných než základních služeb spojených s pronájmem a zajišťujících řádný provoz nemovitostí, bytů a nebytových prostor.

Profil společnosti Orco.

Adresa:Boulevard Emmanuel Servais 8, PSČL-2535, Luxembourg

IČO:

Počet zaměstnanců: 9 816

Akcionáři:

ISIN: LU0122624777

Nominál: 0

Počet ks: 8 656 673

Trh: Česká republika – BCPP, Francie, Euronext

⁸ *Stránky společnosti Orco Property Group* [online]. Orco Property Group, Praha, aktualizováno 20.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <www.orco.cz/files/pressreleases/CZ%5C2007%5CTZ%20v%C3%B4sledky_29032007.pdf>.

Tabulka 16: Fundamentální data Orco (dle IFSR-konsolidované)

mil Kč	2006	2007
Tržby	4 841	6 406
EBITDA	3 759	3 872
EBIT	3 442	3 511
Čistý zisk	2 740	2 864
Dividenda/akcii (EUR)	1	1

Zdroj: www.orco.cz/files/pressreleases/CZ%5C2007%5CTZ%20v%C3%BDsledky_290320

KBC Securities/Patria Finance (report k ORCO s názvem A decision from Berlin news, publikováno 3.4.2007)

5.6.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Tržní hodnota akcie 28.3.2007 3440,- Kč

P/E ratio

2007

Zisk na 1 akcii 2006

$$E_{07} = \text{EAT}_{2006} / N$$

$$E_{07} = 2\,740\,000\,000 / 8\,656\,673 = \underline{316,5} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{07} = 3\,440 / 316,5 = \underline{10,9}$$

2008

Zisk na 1 akcii 2007

$$E_{08} = \text{EAT}_{2007} / N$$

$$E_{08} = 2\,864\,000\,000 / 8\,656\,673 = \underline{330,8} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{08} = 3440 / 330,8 = \underline{10,4}$$

$$\Rightarrow V_{H08} = P/E_{07} \times E_{08} = 10,9 \times 330,8 = \underline{3\,605} \text{ (Kč)}$$

P/EBITDA

$$P = 8\,656\,673 \times 3440 = \underline{29\,778\,955\,120} \text{ (Kč)}$$

2007

$$P/EBITDA = 29\,778\,955\,120 / 3\,759\,000\,000 = \underline{7,92}$$

2008

$$P/EBITDA = 29\,778\,955\,120 / 3\,872\,000\,000 = \underline{7,69}$$

$$\Rightarrow VH_{08} = P/EBITDA_{07} \times EBITDA_{08} / Q = 7,92 \times 3\,872 \text{ mil.} / 8\,656\,673 = \underline{3\,542} \text{ (Kč)}$$

Model P/BV

Tabulka 17: Bilance Orco

mil.Kč kurs 28,-,Kč/EUR	31.12.2005	31.12.2006
CELKOVÁ AKTIVA	19 336	41 450
CELKOVÉ ZÁVAZKY	11 190	26 893
ÚČETNÍ HODNOTA	8 146	14 557

Zdroj: www.orco.cz/files/pressreleases/CZ%5C2007%5CTZ%20v%C3%BDsledky_29032007.pdf

2005 (31.12.2005)

Tržní cena akcie 31.12.2005 1782,- Kč

$$P_A = 1\,782 \times 8\,656\,673 = \underline{15\,426\,191\,286} \text{ (Kč)}$$

$$BV_A = 19\,336\,000\,000 - 11\,190\,000\,000 = \underline{8\,146\,000\,000} \text{ (Kč)}$$

$$P_A / BV_A = 15\,426\,191\,286 / 8\,146\,000\,000 = \underline{1,89}$$

Tržní kapitalizace společnosti Orco byla na konci roku 2005 1,89x vyšší než účetní hodnota společnosti.

2006 (31.12.2006)

$$P_F = 3440 \times 8\,656\,673 = \underline{29\,778\,955\,120} \text{ (Kč)}$$

$$BV_F = 41\,450\,000\,000 - 26\,893\,000\,000 = \underline{14\,557\,000\,000} \text{ (Kč)}$$

$$P_F / BV_F = 29\,778\,955\,120 / 14\,557\,000\,000 = \underline{2,04}$$

$$VH = P_A / BV_A \times BV_F / N = 1,89 \times 14\,557\,000\,000 / 8\,656\,673 = \underline{\mathbf{3178,-}} \text{ (Kč)}$$

Tabulka 18: Výpočet VH akcie Orco

Metoda	3/2007	3/2007	(Kč)
P/E	10,9	10,4	3 605
P/EBITDA	7,92	7,69	3 542
P/BV	2,04		3 178
Průměrná VH			3 441
Tržní cena			3 440

Zdroj: Vlastní výpočet autora

Výpočet průměrné vnitřní hodnoty Orco

$$VH \text{ akcie} = (3\,605 + 3\,542 + 3\,178) / 3 = \underline{\mathbf{3441}} \text{ (Kč)}$$

Růstový potenciál (%)

$$3440 - 3441 = -1$$

$$-1 / 3440 * 100 = \underline{0\%}$$

Vypočtená vnitřní hodnota akcií společnosti Orco pro období 4/07 – 3/08 ve výši 3441,- Kč/akcii se shoduje se současnou tržní cenou. Vzhledem k tomu, že se tržní cena akcie v průběhu roku 2006 téměř zdvojnásobila, zisk vzrostl o 77% a v roce 2007 analytici nepředpokládají tak velký nárůst zisku, očekávám, že cena akcie bude oscilovat kolem úrovně 3441,- Kč.

Pozitivní vlivy

Hospodářské výsledky.

Společnost Orco dokázala zvýšit zisk proti předchozímu roku o 77% na 96,7 miliónů EUR.

Růst tržeb.

Tržby vzrostly v roce 2006 na 172,9 miliónů EUR, což je meziroční nárůst o 243%.

Akvizice.

V roce 2006 se podařilo pořídit investice v celkové výši 425 miliónů EUR ve významných lokalitách v Evropě. Nejvýznamnějšími akvizicemi jsou

Viterra portfolio (110mil.EUR), Rezidenční a kancelářské nemovitosti v Berlíně (83mil.EUR), Pozemky Praha Bubny (43 mil.EUR), Rekonstrukce hotelů Hvar (23mil.EUR).

V roce 2007 jsou plánované akvizice logistického parku v Rusku za 85 mil. USD

Listing akcií ve Varšavě a Budapešti.

Listing na dalších burzách bude spojen s nabídkou nových akcií za zhruba 100 mil. EUR. To zajistí další finance pro investice.

Makroekonomické výhledy.

Pro rok 2007 se očekává ve střední Evropě průměrný růst HDP o 5% a udržení nízkých úrokových sazeb. To by mělo působit na růst cen bytů a komerčního nájemného.

Negativní vlivy

Výnosy z přecenění.

Podstatnou část celkových výnosů ve výši 172,9 milionů EUR tvoří výnosy z přecenění ve výši 145,9 milionů EUR. Společnost Orco k přecenění neposkytla řádné bližší údaje a není zcela zřejmé, jestli přecenění nemůže být nadhodnocené v porovnání s realitou.

Vnitřní hodnota akcie Orco Property Group

Na základě předpovědí růstu ekonomiky v oblasti Střední Evropy se dá předpokládat, že v roce 2007 bude pokračovat růst cen nemovitostí minimálně stejným tempem jako v roce 2006. Tato skutečnost by měla spolu s dalšími akvizicemi přinést investorům další zhodnocení aktiv společnosti a tím stabilizaci tržní ceny akcie na úrovni 3 440 Kč, protože výše uvedené pozitivní vlivy jsou již v ceně akcie obsaženy.

V případě lepších, než očekávaných makroekonomických výsledků regionu, nebo nové významné akvizice, bude zřejmě akcie posilovat.

5.7. Fundamentální analýza Philip Morris

Philip Morris ČR je největším výrobcem tabákových výrobků v České republice. Hlavním výrobním artiklem jsou především dražší značky cigaret jako Marlboro, Petra, Sparta a pod.⁹ Společnost patří do skupiny Philip Morris International, která je členem korporace Altria Group, Inc., jedné z největších tabákových společností na světě, která má v současnosti 15% podíl na mezinárodním trhu s cigaretami a zaměstnává více než 80 000 lidí na celém světě.

⁹ *Stránky společnosti Podnik výpočetní techniky a.s.* [online]. Podnik výpočetní techniky a.s.,Praka, aktualizováno 26.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z:<
<http://www.rmsystem.cz/Doc/Prilohy/2007/InfolistPhilipMorrisCR0407.PDF> >

Předmět činnosti

Výroba cigaret a tabákových výrobků.

Velkoobchod s tabákovými výrobky

Silniční nákladní doprava

Ostatní podnikatelské činnosti

Profil společnosti Philip Morris ČR a.s.

Adresa: Philip Morris ČR a.s., Vítězná 1, Kutná Hora, 284 03, Česká republika

IČO: 14803534

Počet zaměstnanců: 1 150

Akcionáři: PHILIP MORRIS HOLLAND B.V. 78 %
Institucionální investoři 22 %

ISIN: CS0008418869

Nominál: 1000

Počet ks: 1 913 698

Trh: Česká republika – BCPP, Německo

Tabulka 19: Fundamentální data Philip Morris (dle IFSR konsolidované)

mil Kč	2006	2007
Tržby	10 031	10 162
EBITDA	2 963	3 140
EBIT	2 572	2 747
Čistý zisk	1 906	2 088
Dividenda/akcii (Kč)	600 ?	?

Zdroj: <http://ipoint.financninoviny.cz/co-vedlo-analytiky-kbc-patria-ke-snizeni-cilovky-pro-philip-morris-cr.html>

http://www.philipmorrisinternational.com/CZ/local/downloads/2006_Financi_vysledky.pdf

5.7.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Tržní hodnota akcie 30.3.2007 9 490,- Kč

P/E ratio

2007

Zisk na 1 akcii 2006

$$E_{07} = \text{EAT}_{2006} / N$$

$$E_{07} = 1\,906\,000\,000 / 1\,913\,698 = \underline{996} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{07} = 9\,490 / 996 = \underline{9,5}$$

2008

Zisk na 1 akcii 2007

$$E_{08} = \text{EAT}_{2007} / N$$

$$E_{08} = 2\,088\,000\,000 / 1\,913\,698 = \underline{1\,091} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{08} = 9490 / 1\,092 = \underline{8,69}$$

$$\Rightarrow \text{VH}_{08} = P / E_{07} \times E_{08} = 9,5 \times 1091 = \underline{10\,364} \text{ (Kč)}$$

P/EBITDA

$$P = 9490 \times 1\,913\,698 = \underline{18\,160\,994\,020} \text{ (Kč)}$$

2007

$$P / \text{EBITDA} = 18\,160\,994\,020 / 2\,963\,000\,000 = \underline{6,1}$$

2008

$$P / \text{EBITDA} = 18\,160\,994\,020 / 3\,140\,000\,000 = \underline{5,78}$$

$$\text{VH}_{08} = P / \text{EBITDA}_{07} \times \text{EBITDA}_{08} / Q = 6,1 \times 3\,140\,000\,000 / 1\,913\,698 = \underline{10\,009} \text{ (Kč)}$$

Model P/BV

Tabulka 20: Bilance Philip Morris ČR

mil.Kč	31.12.2005	31.12.2006
CELKOVÁ AKTIVA	15 881	12 982
CELKOVÉ ZÁVAZKY	6 418	4 638
ÚČETNÍ HODNOTA	9 463	8 344

Zdroj: www.philipmorrisinternational.com/CZ/local/downloads/2006_Financni_vysledky.pdf

2005 (31.12.2005)

Tržní cena akcie 31.12.2005 18 070,- Kč

$$P_A = 18\,070 \times 1\,913\,698 = \underline{34\,580\,522\,860} \text{ (Kč)}$$

$$BV_A = 15\,881 \text{ mil.} - 6\,418 \text{ mil.} = \underline{9\,463 \text{ mil.}} \text{ (Kč)}$$

$$P_A / BV_A = 34\,580\,522\,860 / 9\,463\,000\,000 = \underline{3,65}$$

Tržní kapitalizace Philip Morris byla na konci roku 2005 3,65x vyšší než účetní hodnota společnosti.

2006 (31.12.2006)

Tržní cena akcie 31.12.2006 10 742,- Kč

$$P_F = 10\,742 \times 1\,913\,698 = \underline{20\,556\,943\,916} \text{ (Kč)}$$

$$BV_F = 12\,982 \text{ mil.} - 4\,638 \text{ mil.} = \underline{8\,344 \text{ mil.}} \text{ (Kč)}$$

$$P/BV = P_F / BV_F = 20\,556\,943\,916 / 8\,344\,000\,000 = \underline{2,46}$$

$$VH = P_A / BV_A \times BV_F / N = 3,65 \times 8\,344\,000\,000 / 1\,913\,698 = \underline{15\,915,-} \text{ (Kč)}$$

Tabulka 21: Výpočet VH akcie Philip Morris ČR

Metoda	3/2007	3/2008	(Kč)
P/E	9,5	8,69	10 364
P/EBITDA	6,1	5,78	10 009
P/BV	2,46		15 915
Průměrná VH			12 096
Tržní cena			9 490

Zdroj: Vlastní výpočet autora

Výpočet průměrné vnitřní hodnoty akcií Philip Morris

VH akcie = $(10\,364 + 10\,009 + 15\,915) / 3 = \underline{12\,096}$ (Kč)

Růstový potenciál (%)

$$12\,096 - 9\,490 = 2\,606$$

$$2\,606 / 9\,490 * 100 = \underline{27\%}$$

Pro akcie Philip Morris byla vypočtena vnitřní hodnota pro období 4/07 – 3/08 ve výši 12 096,- Kč/akcii. Tato hodnota je o 27% vyšší než aktuální tržní cena.

Pozitivní výhledy

Očekávané snížení daně z příjmů PO

Snížení daně z příjmů právnických osob by zvýšilo čistý zisk společnosti a tím i výši očekávané dividendy.

Výplata dividendy

Za rok 2006 se očekává výplata dividendy ve výši 600,-Kč na akcii. Dividendový výnos z akcie by tedy činil 6,2 %.

Negativní výhledy

Pokles tržeb

Tržby v roce 2006 poklesly o 15% na 10 031 miliónů Kč a očekává se, že budou dále stagnovat, nebo dokonce klesat.

Pokles zisku

Zisk v roce 2006 poklesl o 30,3% v porovnání s rokem 2005 na hodnotu 1 906 mil.Kč.

Zvyšování spotřebních daní na cigarety

Zvyšování spotřební daně od 1.3.2007 zdražilo produkci o 7-10 Kč na krabičku cigaret a následně snižuje odbyt.

Vysoká konkurence

Společnosti Philip Morris se po vstupu České republiky do EU stále snižuje tržní podíl vlivem zrušení cla a tím vysoké nabídky levnějších cigaret od konkurenčních firem.

Vnitřní hodnota akcií společnosti Philip Morris

Vypočtená vnitřní hodnota akcií společnosti Philip Morris činí 12 096,-Kč, a nabízí tak možnost zhodnocení o 27% v porovnání s dnešní tržní cenou ve výši 9 490,-Kč.

Rozhodování o investici ale výrazně ovlivňují negativní výhledy na budoucí výkony společnosti, které převažují na pozitivními výhledy. V tomto případě není možno plnohodnotně vycházet z vypočtené vnitřní hodnoty akcie.

5.8. Fundamentální analýza Unipetrol

Unipetrol je skupina společností působících v České republice, které patří mezi nejvýznamnější představitele v sektoru chemického průmyslu zejména v oblastech rafinerského zpracování ropy, petrochemie, agrochemie a kvalifikované chemie ve střední Evropě. V roce 2004 byl privatizován státní podíl ve společnosti, který získala polská společnost PKN Orlen, s.a. Vzniklo tak silné regionální uskupení petrochemických firem, které s probíhající konsolidací bude ještě zlepšovat svoji konkurenceschopnost.

Do skupiny Unipetrol patří především:

¹⁰Česká rafinérská, a.s. - největší český výrobce motorových paliv

Paramo, a.s. - výrobce motorových paliv, asfaltů, olejů a ostatních produktů souvisejících s rafinérským zpracováním ropy.

Chemopetrol, a.s.- petrochemické produkty a výroba plastů.

Benzina – největší síť čerpacích stanic v České republice.

Unipetrol Trade a.s. - obchodní společnost s pobočkami v Evropě

Unipetrol Rafinérie a.s. – největší česká společnost nakupující ropu a prodávající ropné produkty

Předmět činnosti

¹¹Zpracování ropy, výroba polyetylenu, polypropylenu, polystyrenů, syntetického kaučuku, automobilových benzinů, nafty, LPG, maziv, olejů, topných olejů, asfaltů, čpavku, močoviny, PVC, kaprolaktamu a distribuce pohonných hmot.

Profil společnosti Unipetrol

Adresa:Unipetrol a.s., Klimentská 10, Praha 1, 11005, Česká republika

IČO: 61672190

Počet zaměstnanců: 73

Akcionáři:

¹⁰ *Stránky společnosti Unipetrol a.s.* [online]. Unipetrol a.s.,Praka, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z:<<http://www.unipetrol.cz/tml/>>

¹¹ *Stránky Burzy cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Burza cenných papírů Praha,a.s.,Praha, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z:<www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CZ0009091500>.

POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN S.A. 63%

Česká spořitelna, a.s. 5%

Československá obchodní banka, a. s. 4%

ISIN: CZ0009091500

Nominál: 100

Počet ks: 181 334 764

Trh: Česká republika – BCPP, Německo

Tabulka 22: Fundamentální data Unipetrol (dle IFSR-konsolidované)

mil Kč	2006	2007
Tržby	94 642	
EBITDA	10 685	8 750
EBIT	3 190	4 260
Čistý zisk	1 693	3 030
Dividenda/akcii (Kč)	1,33	?

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/html/>

http://www.wood.cz/data/sharedfiles/cee_og_jun_2006.pdf

5.8.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Tržní hodnota akcie 29.3.2007 235,50 Kč

P/E ratio

2007

Zisk na 1 akcii 2006

$$E_{07} = \text{EAT}_{2006} / N$$

$$E_{07} = 1\,693\,000\,000 / 181\,334\,764 = \underline{9,3} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{07} = 235,5 / 9,3 = \underline{25,3}$$

2008

Zisk na 1 akcii 2007

$$E_{08} = \text{EAT}_{2007} / N$$

$$E_{08} = 3\,030\,000\,000 / 181\,334\,764 = \underline{16,7} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{08} = 235,5 / 16,7 = \underline{14,1}$$

$$\Rightarrow \text{VH}_{08} = P / E_{07} \times E_{08} = 25,3 \times 16,7 = \underline{422,5} \text{ (Kč)}$$

P/EBITDA

$$P = 235,5 \times 181\,334\,764 = \underline{42\,704\,336\,922} \text{ (Kč)}$$

2007

$$P / \text{EBITDA} = 42\,704\,336\,922 / 10\,685\,000\,000 = \underline{3,99}$$

2008

$$P / \text{EBITDA} = 42\,704\,336\,922 / 8\,750\,000\,000 = \underline{4,88}$$

$$\text{VH}_{08} = P / \text{EBITDA}_{07} \times \text{EBITDA}_{08} / N = 3,99 \times 8\,750\,000\,000 / 181\,334\,764 = \underline{192,5} \text{ (Kč)}$$

Model P/BV

Tabulka 23: Bilance Unipetrol

mil.Kč	31.12.2005	31.12.2006
CELKOVÁ AKTIVA	76 442	71 907
CELKOVÉ ZÁVAZKY	36 746	30 747
ÚČETNÍ HODNOTA	39 696	41 160

Zdroj: www.unipetrol.cz/html/

2005 (31.12.2005)

Tržní cena akcie 31.12.2005 232,- Kč

$$P_A = 232 \times 181\,334\,764 = \underline{42\,069\,665\,248} \text{ (Kč)}$$

$$BV_A = 76\,442 \text{ mil.} - 36\,746 \text{ mil.} = \underline{39\,696 \text{ mil.}} \text{ (Kč)}$$

$$P_A / BV_A = 42\,069\,665\,248 / 39\,696\,000\,000 = \underline{1,05}$$

Tržní kapitalizace společnosti Unipetrol byla na konci roku 2005 1,05x vyšší než účetní hodnota společnosti.

2006 (31.12.2006)

Tržní cena akcie 31.12.2005 234,- Kč

$$P_F = 234 \times 181\,334\,764 = \underline{42\,432\,334\,776} \text{ (Kč)}$$

$$BV_F = 71\,907 \text{ mil.} - 30\,747 \text{ mil.} = \underline{41\,160 \text{ mil.}} \text{ (Kč)}$$

$$P_F / BV_F = 42\,432\,334\,776 / 41\,160\,000\,000 = \underline{1,03}$$

$$VH = P_A / BV_A \times BV_F / N = 1,05 \times 41\,160\,000\,000 / 181\,334\,764 = \underline{238} \text{ (Kč)}$$

Tabulka 24: Výpočet VH akcie Unipetrol

Metoda	3/2007	3/2008	(Kč)
P/E	25,3	14,1	422,5
P/EBITDA	3,99	4,88	192,5
P/BV	1,03		238
Průměrná VH			284
Tržní cena			235,5

Zdroj: Vlastní výpočet autora

Výpočet průměrné vnitřní hodnoty Unipetrolu

$$VH \text{ akcie} = (422,5 + 192,5 + 238) / 3 = \underline{284} \text{ (Kč)}$$

Růstový potenciál (%)

$$284 - 235,50 = 48,5$$

$$48,5 / 235,5 * 100 = \underline{20,6 \%}$$

Akcie společnosti Unipetrol mají vypočtenou vnitřní hodnotu na období 4/07 – 3/08 ve výši

284,- Kč/akcii. Vnitřní hodnota přesahuje současnou tržní hodnotu o 20%.

Pozitivní výhledy

Meziroční růst tržeb

Tržby Unipetrolu dosáhly za rok 2006 94,6 mld. Kč. To je zvýšení o 16,9% proti roku 2005.

Výhled růstu zisku v r. 2007

Nízká hodnota zisku za rok 2006 (-52%) byla zapříčiněna jednorázovými vlivy:

- ztráta z prodeje dceřiné společnosti Kaučuk ve výši 1 700 mil. Kč
- ztráta z odstávky Chemopetrolu a rafinérie v Kralupech 485 mil. Kč
- pokuta Kaučuku za kartelovou dohodu od EK 245 mil. Kč.

Bez těchto jednorázových nákladů ve výši 2 430 mil. Kč by byl zisk vyšší.

Akvizice

Vlastník Unipetrolu PKN Orlen zvažuje odkoupení 41 čerpacích stanic Esso v ČR, prostřednictvím společnosti Benzina. Tato společnost vlastní v ČR asi 320 čerpacích stanic a po akvizici by získala největší podíl na trhu.

Unipetrol má zájem odkoupit 16,3 % podíl v České rafinérské od společnosti ConocoPhillips, která se rozhodla opustit český trh.

Investice do zvýšení kapacity

Unipetrol plánuje v roce 2007 investice celkem 4 mld. Kč do zvýšení kapacity a růstu efektivnosti v České Rafinérské a Chemopetrolu.

Dalším plusem jsou již zmiňované synergické efekty plynoucí z účasti ve skupině PKN Orlen, stejně jako pokračující reorganizace skupiny Unipetrol.

Negativní vlivy

Ekologická rizika

Pokles rafinérských marží

Vnitřní hodnota akcie Unipetrol, a.s.

Ekologická rizika jsou sice reálnou hrozbou, ale výhled na nové akvizice a investice do zvyšování kapacit a efektivnosti a z toho vyplývajícím růstem hospodářských výsledků budou zhodnocovat cenu akcie. Ta by měla nejpozději do března 2008 dosáhnout svoji vnitřní hodnoty 284,-Kč.

5.9. Fundamentální analýza Zentiva

¹²Zentiva N.V. je mezinárodní farmaceutická společnost, která se zaměřuje na prodej, výrobu a vývoj značkových generických farmaceutických výrobků. Klíčovými trhy Zentivy jsou Česká republika, Rumunsko, Slovensko, Polsko a Rusko. Zentiva však působí i v řadě dalších zemí zejména střední a východní Evropy. Společnost pokrývá širokou škálu terapeutických oblastí. Hlavní důraz klade na terapeutické oblasti jimiž se zabývají především lékaři primární péče - kardiovaskulární nemoci, zánětlivé stavy, bolest, infekce, nemoci centrálního nervového systému, gastroenterologie a urologie. Hlavními produktovými skupinami Zentivy jsou značkové léky na předpis, volně prodejné značkové léky a aktivní farmaceutické substance, které však Zentiva vyrábí zejména pro vlastní potřebu. Zentiva má výrobní závody v České republice, na Slovensku a v Rumunsku.

Předmět činnosti

Vývoj, výroba a prodej léků a farmaceutických produktů.

¹² *Stránky Burzy cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Burza cenných papírů Praha, a.s., Praha, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<http://www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=NL0000405173#KL>>.

Profil společnosti Zentiva N.V.**Adresa:** ZENTIVA N.V., Fred.Roeskestraat 123 1HG, 1076EE Amsterdam**IČO:****Počet zaměstnanců:** 5 000

Akcionáři: Sanofi-Aventis	24,9 %
Česká pojišťovna a spřízněné osoby	12,3 %
Management a zaměstnanci Zentivy	6,4 %
Ostatní institucionální a soukromí investoři drží	56,4 %

ISIN: NL0000405173**Nominál:** 0,01 EUR**Počet ks:** 38 136 230**Trh:** Česká republika – BCPP, Německo

Tabulka 25: Fundamentální data Zentiva N.V.(dle IFSR-konsolidované)

mil. Kč	2006	2007
Tržby	14 003	18 609
EBITDA	4 173	5 852
EBIT	3 303	4 126
Čistý zisk	2 289	2 698
Dividenda/akcii (Kč)	12 ?	14?

Zdroj: http://www.zentiva.cz/download/investors/20070305_prelim2006_Report_CZ.pdf

5.9.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Tržní hodnota akcie 30.3.2007 1 446,- Kč

P/E ratio**2007**

Zisk na 1 akcii 2006

$$E_{07} = \text{EAT}_{2006} / N$$

$$E_{07} = 2\,289\,000\,000 / 38\,136\,230 = \underline{60} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{07} = 1\,446 / 60 = \underline{24,1}$$

2008

Zisk na 1 akcii 2007

$$E_{08} = \text{EAT}_{2007} / N$$

$$E_{08} = 2\,698\,000\,000 / 38\,136\,230 = \underline{70,7} \text{ (Kč)}$$

$$P / E_{08} = 1\,446 / 70,7 = \underline{20,5}$$

$$\Rightarrow \text{VH}_{08} = P / E_{07} \times E_{08} = 24,1 \times 70,7 = \underline{1\,704} \text{ (Kč)}$$

P/EBITDA

$$P = 1\,446 \times 38\,136\,230 = \underline{55\,144\,988\,580} \text{ (Kč)}$$

2007

$$P / \text{EBITDA} = 55\,144\,988\,580 / 4\,173\,000\,000 = \underline{13,2}$$

2008

$$P / \text{EBITDA} = 55\,144\,988\,580 / 5\,852\,000\,000 = \underline{9,4}$$

$$\text{VH}_{08} = P / \text{EBITDA}_{07} \times \text{EBITDA}_{08} / Q = 13,2 \times 5\,852\,000\,000 / 38\,136\,230 = \underline{2\,025} \text{ (Kč)}$$

Model P/BV

Tabulka 26: Bilance Zentiva N.V.

mil.Kč	31.12.2005	31.12.2006
CELKOVÁ AKTIVA	19 030	18 267
CELKOVÉ ZÁVAZKY	9 248	6 170
ÚČETNÍ HODNOTA	9 782	12 097

Zdroj: http://www.zentiva.cz/download/investors/20070305_prelim2006_Report_CZ.pdf

2005 (31.12.2005)

Tržní cena akcie 31.12.2005 1 132,- Kč

$$P_A = 1\,132 \times 38\,136\,230 = \underline{43\,170\,212\,360} \text{ (Kč)}$$

$$BV_A = 18\,267 \text{ mil.} - 6\,170 \text{ mil.} = \underline{9\,782 \text{ mil.}} \text{ (Kč)}$$

$$P_A / BV_A = 43\,170\,212\,360 / 9\,782\,000\,000 = \underline{4,41}$$

Tržní kapitalizace společnosti Zentiva byla na konci roku 2005 4,41 x vyšší než účetní hodnota společnosti.

2006 (31.12.2006)

Tržní cena akcie 31.12.2006 1 266,- Kč

$$P_F = 1\,266 \times 38\,136\,230 = \underline{48\,280\,467\,180} \text{ (Kč)}$$

$$BV_F = 12\,982 \text{ mil.} - 4\,638 \text{ mil.} = \underline{12\,097 \text{ mil.}} \text{ (Kč)}$$

$$P_F / BV_F = 48\,280\,467\,180 / 12\,097\,000\,000 = \underline{3,99}$$

$$VH = P_A / BV_A \times BV_F / N = 4,41 \times 12\,097\,000\,000 / 38\,136\,230 = \underline{1\,399,-} \text{ (Kč)}$$

Tabulka 27: Výpočet VH akcie Zentiva

Metoda	3/2007	3/2008	VH akcie (Kč)
P/E	24,1	20,5	1 704
P/EBITDA	13,2	9,4	2 025
P/BV	3,99		1 399
Průměrná VH			1 709
Tržní cena			1446

Zdroj: Vlastní výpočet autora

Výpočet průměrné vnitřní hodnoty akcií Zentiva

VH akcie = $(1\ 704 + 2\ 025 + 1\ 399) / 3 = \underline{1\ 709}$ (Kč)

Růstový potenciál (%)

$1\ 709 - 1\ 446 = 263$

$263 / 1446 * 100 = \underline{18,2\ %}$

Akcie Zentiva N.V. mají vypočtenou vnitřní hodnotu pro období 4/07 – 3/08 ve výši

1 709,- Kč/akcii. Tato hodnota je o 18,2% vyšší než aktuální tržní cena.

Pozitivní výhledy

Růst tržeb

Celkové čisté tržby vzrostly z 11 839,4 mil. Kč v roce 2005 o 18,3 % na 14 003,1 mil. Kč

Růst zisku

Čistý zisk společnosti za rok 2006 se zvýšil o 17,3 % na 2 289,3 mil. V roce 2007 se očekává zvýšení zisku o 22%.

Nové akvizice

Zentiva v březnu 2007 oznámila akvizici kontrolního podílu 75 % ve významné turecké společnosti Eczacıbaşı Generic Pharmaceuticals.

Očekávané snížení daně z příjmů PO

Snížení daně z příjmů právnických osob by mělo pozitivní pliv na růst čistého zisku.

Negativní výhledy

Konkurence

Konkurence v odvětví je velká a může se ještě zvyšovat.

Vnitřní hodnota akcií společnosti Zentiva N.V.

Akcie společnosti Zentiva N.V. byly ohodnoceny vnitřní hodnotou 1 709,- Kč. Tato cena je o 18,2 % vyšší než současná tržní cena. Společnost dynamicky zvyšuje zisk a získává stále větší podíl trhu v regionu střední a východní Evropy. Dá se předpokládat, že cena akcie dosáhne v období jednoho roku svojí vnitřní hodnoty.

6. VÝBĚR PORTFOLIA S NEJVYŠŠÍM VÝNOSEM

Po provedení analýzy všech společností, kromě dvou nových společností, obchodovaných v systému SPAD Burzy cenných papírů Praha, bude navrženo portfolio složené z akcií které mají největší předpoklady růstu ceny v období jednoho roku. Do analýzy nebyly zařazeny společnosti, ECM Real Estate a Pagas Nonwovens, které byly přijaty k obchodování na burze před nedávnou dobou a neposkytují zatím dostatek informací k provedení fundamentální analýzy.

Kritériem výběru je především růstový potenciál, tj. rozdíl mezi vnitřní hodnotou akcie a současnou tržní cenou v procentech. Dalšími ukazateli je současná hodnota P/E ratia, a hospodářský výhled na rok 2007. Pomocným parametrem je % dividendový výnos.

Tabulka 28: Vyhodnocení výsledků fundamentální analýzy

AKCIE	P/E (3/2007)	DIVIDENDA 2006	%DIV. VÝNOS	TRŽNÍ HODNOTA	VNITŘNÍ HODNOTA	RUSTOVÝ POTENCIÁL
ČEZ	20,3	20	2,16 %	925	1039	12,3 %
CETV	70,3	0	0	1850	1958	6 %
TELEFONICA	21,7	50	9,2 %	541	526	-2,7 %
ERSTE BANK	19,7	18	1,1 %	1628	2127	30,6 %
KOM. BANKA	14,8	150	4,4 %	3434	3663	3 %
ORCO	10,9	28	0,81 %	3440	3441	0 %
PHILIP MORRIS	9,5	600	6,3 %	9 490	12 096	27 %
UNIPETROL	25,3	1,33	0,57 %	234	284	20,6
ZENTIVA	24,1	12	0,8 %	1446	1709	18,2

Zdroj: Vlastní výpočet autora

Pro výběr do portfolio byly zvoleny akcie Erste bank, Philip Morris, Unipetrol, Zentiva a společnost ČEZ.

Erste bank

Růstový potenciál je 30,6 %, současná hodnota P/E ratia 19,7 odpovídá rentabilitě vložené investice asi 5,07 %. Očekává se silný růst ekonomiky v regionu působnosti banky a významný růst zisku celé bankovní skupiny Erste. **Váha v portfoliu 30 %.**

Philip Morris

Růstový potenciál je 27% a současná hodnota P/E 9,5 odpovídá rentabilitě investice asi 10,5%. Na hodnotu akcie ale budou silně působit dovozy levných cigaret a zvýšení spotřební daně z cigaret. To může způsobit i pokles akcie. **Váha v portfoliu 0 %.**

Unipetrol

Růstový potenciál je 20,6 % a současná hodnota P/E 25,3 odpovídá rentabilitě investice asi 3,95 %. Kladný vliv budou mít investice do zvýšení kapacity výroby a plánované akvizice. Riziko ekologických škod a neplánovaných odstávek výroby je ale poměrně velké.

Váha v portfoliu 20 %.

Zentiva

Růstový potenciál je 18,2 % a současná hodnota P/E 24,1 odpovídá rentabilitě investice asi 4,15 %. Na růst akcie by mělo působit především začlenění nových akvizic do skupiny a očekávaný růst ekonomiky v regionu působnosti společnosti. **Váha v portfoliu 25 %.**

ČEZ

Růstový potenciál je 12,3 % a současná hodnota P/E 20,3 odpovídá rentabilitě investice asi 4,9 %. Na zvyšování ceny akcie by mělo mít významný vliv především předpokládané výrazné zvyšování cen elektrické energie z důvodu nedostatku výrobních zdrojů a rychlého hospodářského růstu v Evropě, **Váha v portfoliu 25 %.**

Vybrané portfolio

Erste bank	30 %	objem v	portfoliu
Zentiva	25 %	„	„
ČEZ	25 %	„	„
Unipetrol	20 %	„	„

Očekávaná výnosnost portfolia

$$P = (30 \times 30,6) + (25 \times 18,2) + (25 \times 12,3) + (20 \times 20,6) / 30,6 + 18,2 + 12,3 + 20,6$$

$$P = 918 + 455 + 307,5 + 412 / 81,7$$

$$P = 2092,5 / 81,7$$

$$P = 25,61 \%$$

Očekávaná výnosnost celého portfolia je 25,6 %.

7. VÝVOJOVÉ TRENDY VYBRANÝCH AKCIÍ

Erste bank

Banka vykázala růst zisku v roce 2006 vyšší o 30 % v porovnání s rokem 2005 a podobný vývoj ziskovosti se očekává i v následujících letech především vlivem silného růstu ekonomiky v regionu působnosti banky. Největší podíl na silném růstovém trendu hospodaření banky mají právě dceřinné společnosti Erste bank v zemích jako je Česká republika a Slovensko, kde je růst ekonomiky výraznější než ve většině okolních zemích. Největší přínos do budoucna se očekává od nových akvizic v Rumunsku, Chorvatsku a na Ukrajině, které s rozrůstáním EU stojí na počátku předpokládaného růstu hospodářství.

Unipetrol

Hospodaření skupiny Unipetrol nevykazuje žádný trend. Tržby sice v roce 2006 vzrostly o 16,9% proti roku 2005, ale zisk se naopak snížil o 52 %. Faktem je, že snížení zisku bylo způsobeno jednorázovými vlivy, jako například ztráta z prodeje dceřinné společnosti Kaučuk.

Odpovídá tomu také cena akcií, která v posledních dvou letech kolísá kolem hodnoty 240 koruna za akcii.

V nejbližší budoucnosti se ale očekává nastolení růstového trendu, podpořeného plánovanými akvizicemi a investicemi do zvýšení kapacity výroby. Tyto investice by měly podpořit zvyšování zisku, ovšem za předpokladu, že se nebudou opakovat jednorázové ztráty, které ovlivnily hospodaření v roce 2006.

Zentiva

Společnost Zentiva potvrdila v roce 2006 růstový trend svého hospodaření, když dokázala zvýšit celkové čisté tržby z 11 839,4 mil. Kč v roce 2005 o 18,3 % na 14 003,1 mil. Kč a čistý zisk o 17,3 % na 2 289,3 mil. V roce 2007 by měl růst hospodaření pokračovat především s konsolidací turecké společnosti Eczacıbaşı Generic Pharmaceuticals do skupiny a s růstem ekonomiky v regionu. Z těchto důvodů se očekává meziroční zvýšení zisku společnosti v roce 2007 o 22%.

ČEZ

V roce 2006 udrželo hospodaření skupiny ČEZ růstový trend z předchozích let, když zisk dosáhl 27,697 miliardy korun a vzrostl tak v meziročním srovnání o 29 %. Výroba energie vzrostla o 9,2 %, prodeje v segmentu výroba a obchod vzrostly o 12,5%. Tento růstový trend by měl pokračovat i v příštích letech podporován stabilním růstem poptávky po elektřině, předpokládaným zvyšováním cen elektrické energie a začleňováním zahraničních akvizic do hospodaření společnosti.

ZÁVĚR

Fundamentální analýzu nelze založit pouze na matematických výpočtech, ale musí v ní být zohledněné i výhledy a rizika, které momentálně nelze číselně vyjádřit. Proto musí být výpočty vnitřní hodnoty akcie doplněny také slovním posouzením popřípadě rizikovou analýzou. Není nutné, aby fundamentální analýza obsahovala příliš složité výpočty. Právě naopak by měla být pro uživatele, to je pro širokou investorskou obec dobře srozumitelná a vyjadřující souvislosti mezi hospodářskými výsledky a tržní cenou akcie. Teoreticky by k tomuto účelu stačilo posouzení třeba P/E ratia jednotlivých firem. Například P/E ratio 15 odpovídá výnosnosti investice 6,66% a platit za akcii vyšší cenu není již výhodné. V praxi ale vidíme, že investoři jsou ochotni platit i několikanásobně vyšší cenu s výhledem na budoucí výnosy firmy.

Navržené akciové portfolio je složeno ze čtyř titulů z důvodu rozložení rizika. Úspěšnost tohoto portfolia je limitována skutečnými budoucími hospodářskými výsledky společností, to znamená jejich správnými a reálnými controllingovými projekty, z kterých vychází odhady budoucích hospodářských výsledků. Pokud se plánované výkony naplní je velká pravděpodobnost dosažení vnitřní hodnoty akcie, vypočtené fundamentální analýzou. V krátkém období mohou ceny akcií ovlivnit také makroekonomické ukazatele nebo vývoj politické situace, ale z dlouhodobého hlediska, pokud akciová společnost dokáže generovat očekávané zisky přinášející akcionářům požadovaný výnos, ať už výplatou dividendy, nebo dalším zhodnocením firmy, investoři jsou ochotni zaplatit odpovídající tržní cenu. Ta se odvíjí nejenom od již zveřejněných výsledků, ale především od budoucích očekávaných zisků.

Výsledky této diplomové práce nejsou nijak překvapující, proto, že se velkou měrou přibližují cílovým cenám stanoveným některou z brokerských poradenských firem. Jejím významem je ale v tom, že nabízí menším investorům, kteří nechtějí spoléhat jen na doporučení poradenských firem návod, jak zpracovat vlastní průkaznou analýzu z dostupných zdrojů. Výsledná tržní cena se nakonec vždycky nemusí vyrovnat s vypočtenou vnitřní hodnotou, ale investor má na základě svých výpočtů lepší představu o reálnosti ceny při jeho dalším investičním rozhodování.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

1. POLÁCH, J. – KOŘENÁ, K. *Peněžní a kapitálové trhy*. Zlín: Univerzita Tomáše Bative Zlíně, ve Zlíně 2002, ISBN 80-7318-084-7
2. Král, M. *Techniky ziskového obchodování na světově finančních trzích založeny na fundamentální a technické analýze. Studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, ve Zlíně 2006, ISBN 80-7318-485-0
3. DRASNAR, G. *Hazardní hry*. Praha: Academia Praha, v Praze 1995
ISBN 80-200-0510-2
4. PAVLÁT, V. *Kapitálové trhy*. Praha: Professional publishing, v Praze 2005
ISBN-80-86419-87-8
5. *Stránky společnosti AliaWeb, spol.s r.o.* [online]. AliaWeb, spol.s r.o. ČR, Praha, aktualizováno 19.3.2007 [cit. 2007-3-20]. Dostupné z: <<http://www.aliaweb.cz>>.
6. *Stránky Burzy cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Burza cenných papírů Praha, a.s., Praha, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<http://www.pse.cz>>.
7. *Stránky Brokerjet.ecetra* [online]. Online broker České spořitelny, a.s., Praha, aktualizováno 29.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<https://.com/cz/markets/details>>.
8. *Stránky společnosti ČEZ, a.s.* [online]. ČEZ, a.s., Praha, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <www.cez.cz/presentation>.
9. *Stránky agentury ČEKIA a.s.* [online]. Česká kapitálová informační agentura, a.s., Praha, aktualizováno 29.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<http://ipoint.financninoviny.cz/>>.
10. *Stránky společnosti Telefónica O2 Czech republic, a.s.* [online]. Burza cenných papírů Praha, a.s. Telefónica O2 Czech Republic, a.s., Praha, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: <<http://www.cz.o2.com/home/cz/aboutUs/pressCentre>>.

11. *Stránky Centra finančního vzdělávání, s.r.o.*, [online]. Centrum finančního vzdělávání, s.r.o.,Praha, aktualizováno 12.2.2007 [cit. 2007-3-23]. Dostupné z:<[http://www. financnik.cz/](http://www.financnik.cz/) >.
12. *Stránky společnosti Komerční banka, a.s.* [online]. Komerční banka,a.s.,Praha, aktualizováno 18.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z:< [http://www.kb.cz /cs/com/profile/key_financ_info.shtml](http://www.kb.cz/cs/com/profile/key_financ_info.shtml) >.
13. *Stránky společnosti Orco Property Group* [online]. Orco Property Group,Praha, aktualizováno 20.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z:<.[www.orco.cz /files/pressreleases/CZ%5C2007%5CTZ%20v%C3%BDsledky_29032007.pdf](http://www.orco.cz/files/pressreleases/CZ%5C2007%5CTZ%20v%C3%BDsledky_29032007.pdf)>
14. *Stránky společnosti Philip Morris ČR a.s.* [online]. Philip Morris ČR a.s.,Kutná Hora, aktualizováno 20.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z:< http://www.philipmorrisinternational.com/CZ/local/downloads/2006_Financni_vysl edky.pdf >
15. *Stránky společnosti Podnik výpočetní techniky a.s.* [online]. Podnik výpočetní techniky a.s.,Praka, aktualizováno 26.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z:< <http://www.rmsystem.cz/Doc/Prilohy/2007/InfolistPhilipMorrisCR0407.PDF> >
16. *Stránky společnosti Unipetrol a.s.* [online]. Unipetrol a.s.,Praka, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z:<http://www.unipetrol.cz/tml/>
17. *Stránky společnosti Zentiva a.s.* [online]. Unipetrol a.s.,Zentiva,Praha, aktualizováno 25.3.2007 [cit. 2007-3-29]. Dostupné z: < <http://www.zentiva.cz/default.aspx/cz /pressinvestor?ver=cz&fldID=647&coTpl=20>>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

VH	vnitřní hodnota akcie
D	očekávaná dividenda
R	požadovaná výnosová míra
G	očekávaná růstová míra dividend
P/E	tržní cena/zisk
E_F	zisk v následujícím období
EBITDA	zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací.
PVCF	současná hodnota peněžních toků
FCF	budoucí hodnota peněžních toků
N	počet akcií
P_A	historická tržní cena
P_F	budoucí tržní cena
BV_A	historická účetní hodnota
BV_F	budoucí účetní hodnota

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1. Index PX.....	17
Obrázek 2. Index DOW JONES INDUSTRIAL.....	18
Obrázek 3: Index PX – úplný.....	31

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Fundamentální data ČEZ (dle IFSR-konsolidované).....	35
Tabulka 2: Bilance ČEZ.....	36
Tabulka 3: Výpočet VH akcie ČEZ	37
Tabulka 4: Fundamentální data CETV (dle IFSR-konsolidované).....	40
Tabulka 5: Bilance CETV.....	42
Tabulka 6: Výpočet VH akcie CETV	43
Tabulka 7: Fundamentální data Telefónica (dle IFSR-konsolidované)	46
Tabulka 8: Bilance Telefónica O2	47
Tabulka 9: Výpočet VH akcie Telefónica.....	48
Tabulka 10: Fundamentální data Erste Bank (dle IFSR-konsolidované).....	52
Tabulka 11: Bilance Erste Bank	53
Tabulka 12: Výpočet VH akcie Erste Bank	54
Tabulka 13: Fundamentální data KB (dle IFSR-konsolidované).....	56
Tabulka 14: Bilance KB.....	58
Tabulka 15: Výpočet VH akcie KB	59
Tabulka 16: Fundamentální data Orco (dle IFSR-konsolidované)	62
Tabulka 17: Bilance Orco	63
Tabulka 18: Výpočet VH akcie Orco.....	64
Tabulka 19: Fundamentální data Philip Morris (dle IFSR konsolidované).....	67
Tabulka 20: Bilance Philip Morris ČR.....	69
Tabulka 21: Výpočet VH akcie Philip Morris ČR.....	70
Tabulka 22: Fundamentální data Unipetrol (dle IFSR-konsolidované).....	73
Tabulka 23: Bilance Unipetrol.....	74
Tabulka 24: Výpočet VH akcie Unipetrol	75
Tabulka 25: Fundamentální data Zentiva N.V.(dle IFSR-konsolidované)	78
Tabulka 26: Bilance Zentiva N.V.	80
Tabulka 27: Výpočet VH akcie Zentiva.....	81
Tabulka 28: Vyhodnocení výsledků fundamentální analýzy	83

