

Využití fundamentální analýzy vybraných akcií evropského pojistného sektoru jako nástroje investičního rozhodování

Bc. Martin Frýdl

Diplomová práce
2013



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Martin FRÝDL**
Osobní číslo: **M10455**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Využití fundamentální analýzy vybraných akcií evropského pojistného sektoru jako nástroje investičního rozhodování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě literární rešerše popište problematiku oceňování cenných papírů.
- Zpracujte podrobné informace týkající se problematiky fundamentální analýzy.

II. Praktická část

- Proveďte analýzu současného stavu evropského pojistného sektoru.
- Vypracujte fundamentální analýzu pro vybrané pojišťovny.
- Na základě výsledků fundamentální analýzy navrhnete investiční portfolio z vybraných titulů.

Závěr

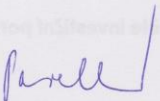
Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

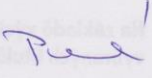
KRÁL', Miloš. Fundamentální analýza: studijní pomůcka pro distanční studium. Vyd. 1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008, 132 s. ISBN 978-80-7318-765-1.
POLÁCH, Jiří a Kateřina KOŘENÁ. Peněžní a kapitálové trhy. Vyd. 1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, Fakulta managementu a ekonomiky, 2002, 362 s. ISBN 8073180847.
TREGLER, Karel. Oceňování akciových trhů: metody měření správnosti ocenění. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2005, 164 s. ISBN 8071794392.
VESELÁ, Jitka. Analýzy trhu cenných papírů. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2003, 361 s. ISBN 80-245-0506-1.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Jiří Polách**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **21. června 2013**
Termín odevzdání diplomové práce: **12. srpna 2013**

Ve Zlíně dne 21. června 2013


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

Příjmení a jméno: FEDYDL MARTIN

Obor: FINANCE

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹⁾;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen v příruční knihovně Fakulty aplikované informatiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně a jeden výtisk bude uložen u vedoucího práce;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²⁾;
- beru na vědomí, že podle § 60³⁾ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60³⁾ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Ve Zlíně 12.9.2013

Martin Fydl

¹⁾ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47 Zveřejňování závěrečných prací:

(1) Vysoká škola nevydělčně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.

(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlédnutí veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.

(3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

2) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

(3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užitje-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

3) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst.

3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

(2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užití či poskytnout finému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložil, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídně k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce je nalezení takových akcií, které mají růstový potenciál. V teoretické části provedu literární rešerši pramenů popisujících jednotlivé metody oceňování cenných papírů, mezi něž patří zejména fundamentální, technická a psychologická analýza. V praktické části provedu analýzu evropského a českého pojistného sektoru a také fundamentální analýzu vybraných společností, abych zjistil, zda je výhodné nakoupit jejich akcie.

Klíčová slova: oceňování cenných papírů, fundamentální analýza, odvětvová analýza, akcie.

ABSTRACT

The objective of this diploma work is to find such as shares which have growth potential. In the theoretical part I will do literature search to describe individual methods of evaluation of stocks and bonds. These methods include especially the fundamental, technical and psychological analysis. In the practical part I will do the analysis of the European and Czech insurance sector and also will make fundamental analysis of the chosen companies to find if it is profitable to buy their stocks.

Keywords: evaluation of stocks and bonds, fundamental analysis, sector analysis, stock.

Rád bych na tomto místě poděkoval svému vedoucímu diplomové práce, panu Ing. Jiřímu Poláchovi, za nalezení času při konzultacích, odborné vedení a poskytnutí cenných rad.

Prohlašuji, že odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

„Ať už mluvíme o ponožkách nebo o akciích, rád si kupuji kvalitní zboží, když je v akci“

Warren Buffett

OBSAH

ÚVOD	10
I TEORETICKÁ ČÁST	11
1 OCEŇOVÁNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ	12
2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	13
2.1 GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	13
2.2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA MEZZO ÚROVNĚ.....	14
2.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus.....	14
2.2.2 Tržní struktura odvětví	16
2.2.3 Životní cyklus odvětví.....	17
2.3 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA MIKRO ÚROVNĚ.....	18
2.3.1 Finanční analýza.....	19
2.3.1.1 Poměrové ukazatele – základ klasické finanční analýzy	19
2.3.1.2 Ukazatele rentability	19
2.3.1.3 Analýza zadluženosti a likvidity.....	20
2.3.1.4 Analýza ukazatelů kapitálového trhu.....	20
2.3.1.5 Další ukazatele sloužící k měření hodnoty společnosti	21
3 OSTATNÍ METODY OCENĚNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ	24
3.1 TEORIE EFEKTIVNÍCH TRHŮ	24
3.1.1 Formy tržní efektivity	24
3.1.2 Předpoklady efektivního trhu	25
3.1.3 Anomálie na efektivním trhu.....	26
3.2 TECHNICKÁ ANALÝZA	28
3.2.1 Dowova teorie	29
3.2.2 Grafické metody	31
3.2.3 Metody založené na technických indikátorech	32
3.3 PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA	34
3.3.1 Keynesova investiční psychologie	35
3.3.2 Kostolanyho burzovní psychologie	36
3.3.3 Drasnarova koncepce psychologické analýzy	39
3.3.4 Teorie spekulativních bublin.....	39
II PRAKTICKÁ ČÁST	43
4 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU POJISTNÉHO TRHU ČR A EU	44
4.1 ČESKÁ ASOCIACE POJIŠŤOVEN (ČAP).....	44
4.2 INSURANCE EUROPE	45
4.3 VELIKOST A STRUKTURA TRHU	45
4.4 ZAMĚSTNANOST	46
4.5 REGULACE.....	48
4.5.1 Regulace v ČR.....	48
4.5.2 Regulace v EU.....	49

4.6	KAPITÁLOVÁ PŘIMĚŘENOST	50
4.7	ZISKOVOST	51
4.8	CITLIVOST NA HOSPODÁŘSKÝ CYKLUS	54
4.9	FÁZE ODVĚTVÍ.....	55
5	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA VYBRANÝCH POJIŠŤOVEN.....	56
5.1	VÍDEŇSKÁ BURZA (WIENER BÖRSE)	56
5.2	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA VIENNA INSURANCE GROUP AG	58
5.2.1	Analýza zisku a rentability	59
5.2.2	Ukazatele kapitálového trhu.....	61
5.3	FRANKFURTSKÁ BURZA	63
5.4	ALLIANZ GROUP.....	65
5.4.1	Analýza zisku a rentability	66
5.4.2	Ukazatele kapitálového trhu.....	68
6	INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ	71
6.1	VOLBA INVESTIČNÍ STRATEGIE	71
6.2	VÝBĚR BROKERA.....	72
6.3	FUNDAMENTÁLNÍ KRITÉRIA INVESTOVÁNÍ.....	74
6.4	ROZŠÍŘENÍ PORTFOLIA	74
6.4.1	Prudential plc	74
6.4.2	American Independence Corp.	77
6.4.3	Ageas SA.....	80
6.5	SHRNUTÍ ANALYZOVANÝCH TITULŮ	83
	ZÁVĚR	84
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	86
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	90
	SEZNAM OBRÁZKŮ	91
	SEZNAM TABULEK.....	92
	SEZNAM PŘÍLOH.....	93

ÚVOD

Kdo by v dnešní době nechtěl mít nějaký ten peníz navíc? Peníze jsou to, co hýbe světem, a co potřebuje člověk k životu. Já vidím peníze jako nástroj, kterým člověk dosáhne svých snů a tajných přání. Proč si tedy nevydělat nějaké peníze navíc? Kapitálové trhy skýtají množství instrumentů, díky nimž si člověk může zabezpečit další příjem, protože peněz není nikdy dost. A kdo ví, třeba jednou člověk zhodnotí svůj majetek na kapitálových trzích natolik, až si uvědomí, že peníze dělají peníze, a nemusí se dřít někde v továrně. Jednoho takového člověka znám, a můžu s jistotou říct, že je to šťastný člověk.

Avšak při obchodování na kapitálových trzích existují jisté rizika, které jsem nedílnou součástí trhů, a je třeba se jim vyhnout. V základní sestavě existují tři nástroje k predikci kapitálových instrumentů – fundamentální, technická a psychologická analýza. Jejich použitím a aplikací můžeme rizika plynoucí z koupě předmětného aktiva minimalizovat, nikoliv však úplně vyloučit. Nikdy nemůžeme říci, že neexistují žádná rizika, ani při sebelepší analýze, protože občas se věci prostě nevyvíjejí podle našich očekávání a představ.

Výše jmenované analýzy však nenesou takovou hodnotu samy o sobě, jako ve vzájemné kombinaci, kdy se doplňují o nedostatky těch ostatních analýz. Spojením fundamentální analýzy zohledňující zdraví a hospodaření podniku, odvětví i celého hospodářství, technické analýzy se svou podrobnou diagnózou a čtením z grafů a predikce dalšího vývoje cen, a psychologickou analýzou, jež zkoumá vliv chování investičního publika na události na kapitálovém trhu i mimo něj, dostaneme komplexní analýzu kapitálového trhu a jeho titulů, díky kterým pro nás bude investování volných peněžních prostředků k jejich zhodnocení a našemu vyššímu blahobytu, o mnoho snadnější, výnosnější a hlavně bezpečnější.

V této práci se však nebudu zabývat všemi analytickými metodami, nýbrž pouze analýzou fundamentální, kterou aplikuji na vybrané odvětví pojistného sektoru v Evropě. Cílem je tedy určit, zda je evropský pojistný sektor vhodným investičním odvětvím, zda vykazuje růst zisků a tím i cen akcií, jak reaguje na měnící se hospodářský cyklus apod. V závěru se zaměřím na identifikaci právě těch titulů akcií, které by mohly být výnosové a mohly mi přinášet zisk dlouhodobý příjem. Tyto akcie dle fundamentálních kritérií porovnáám, zhodnotím a navrhnou, zda jsou vhodné pro nákup či ne.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVÁNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ

Cenné papíry slouží podniku pro získání potřebného kapitálu pro svou činnost, dají se využít k investování volných prostředků do cenných papírů jiných podniků, ale používají se např. i při ocenění podniku. Pro účely investování na kapitálových trzích se zaměříme na akcie, u kterých se zaměříme na hlavní způsoby patřící k jejich ocenění.

Dle Polácha et al. (2007, s. 148) jsou akcie na rozdíl od dluhopisů považovány za rizikovější investice hned ze dvou důvodů. Prvním důvodem je ten, že kursy akcií jsou pohyblivější a dochází častěji k jejich výkyvům. Druhým důvodem je ten, že dividendy představující budoucí výnosy z akcií většinou nebývají známy předem, protože to závisí na hospodářských výsledcích dané společnosti a na rozhodnutí valné hromady.

Polách et al. (2007, s. 148) také uvádí, že existuje větší množství metod založených na analýze akcií, kdy každá vychází z odlišných předpokladů, využívá různé vstupní údaje a způsob použití se využívá v různých situacích. Lze tedy konstatovat, že každá z těchto metod je vhodná k jinému účelu, ale není možno s jistotou říct, která z těchto metod je nejvýhodnější. Obecně vzato je účel těchto analýz získání konkurenční výhody na kapitálovém trhu před jinými investory, přičemž tyto analýzy nemohou být brány jako zaručený návod k zajištění úspěšnosti všech transakcí na kapitálovém trhu. Vždy totiž do procesu rozhodování vstupuje více faktorů, které ovlivňují úsudek investora.

2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

V této kapitole se budeme věnovat jednotlivým stavebním prvkům fundamentální analýzy, kterými jsou globální analýza (na makroekonomické úrovni), analýza odvětví (na úrovni určitého sektoru, ve kterém daný podnik působí), a také analýza podniku (na mikroekonomické úrovni).

2.1 Globální fundamentální analýza

Za hlavní cíl globální fundamentální analýzy se považuje identifikace, prozkoumání a zhodnocení vlivu celé ekonomiky na trhu na hodnotu analyzované akcie. V souvislosti s globální fundamentální analýzou rozlišujeme hned několik druhů indikátorů s různými vztahy k hospodářskému cyklu, které dělíme na (Veselá, 2007, s. 278):

- vedoucí indikátory
- souběžné indikátory
- zaostávající indikátory

Vedoucí indikátory s různým předstihem předbíhají hospodářský cyklus, čímž by se mohly stát vodítkem pro predikci akciových kursů. Jediný ukazatel, který předchází pohybu akciových kursů je peněžní nabídka, jejíž růst má při neměnných podmínkách pozitivní vliv na vývoj akciových kursů. Krom peněžní nabídky patří do kategorie makroekonomických veličin ovlivňujících vývoj akciových kursů, a to svým zvýšením růst akciových kursů a při snížení pokles akciových kursů, tyto:

- reálný výstup ekonomiky
- mezinárodní pohyb kapitálu
- změna akciových kursů na světových trzích

Mimo výše uvedených ukazatelů se můžeme setkat i s těmi, které svým růstem mohou mít za následek snížení kursů akcií a opačně. Mezi tyto reversně působící veličiny patří zejména tyto:

- úroková míra
- inflace
- státní rozpočet

- míra zdanění (Musílek, 2002, s. 279)

Fuchs (2005) ještě dodává jako nezanedbatelný faktor ekonomické (např. ropné šoky, obchodní a cenové války, vznik hyperinflace, výrazné změny devizových kursů nejdůležitějších světových měn apod.) a politické šoky (např. válečné konflikty, demise vlád, revoluce apod.).

2.2 Fundamentální analýza mezzo úrovně

Analýza na této úrovni, nebo také častěji nazývána odvětvová analýza, se zaměřuje zejména na identifikaci charakteristických faktorů, rysů a specifík odvětví, ve kterém ohodnocovaná společnost působí. Důvodem pro analýzu odvětví je to, že odlišná odvětví jsou různě citlivá na celkový vývoj ekonomiky. Mezi důležité faktory, které silně působí na zisky, vnitřní hodnotu a akciové kursy, patří tyto (Rejnuš, 2008, s. 222):

- citlivost odvětví na hospodářský cyklus
- tržní struktura odvětví
- životní cyklus odvětví

2.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Turek (2008) i Musílek (2002) rozlišují odvětví podle citlivosti na vývoj hospodářského cyklu, a to:

- cyklická odvětví
- neutrální odvětví
- anticyklická odvětví

Cyklická odvětví jsou charakteristické vysokými kursovými vzestupy v období expanze, a naopak silnými poklesy v období recese. Jako příklady cyklickým odvětví lze uvést např. automobilový průmysl, stavební průmysl či průmysl dlouhodobých spotřebních statků, neboli ty odvětví, které ve fázi expanze mají vyšší odbyt i zisky a v období recese mají nižší zisky a tržní cenu akcií, protože kupující může svůj nákup daného statku odložit do budoucna, kdy bude ekonomická situace lepší.

Za **neutrální odvětví** jsou považována ta, která nemají úzký vztah k hospodářskému cyklu, např. odvětví nezbytných statků, jako jsou potravinářský průmysl, farmaceutický průmysl a

odvětví vyrábějící produkty s nízkou cenovou elasticitou (cigarety, alkohol, noviny časopisy). (Musílek, 2002, s. 293)

Společnosti v **anticyklických odvětvích** dosahují ve fázi recese nejvyšších zisků a naopak v konjunktúře se jejich zisky snižují. Nejedná se ale o celá odvětví, nýbrž jen o některé obory, resp. podobory. V této souvislosti je možno hovořit o produkci tzv. Giffenova statku, který se též označuje jako „zboží z nouze“. Mezi anticyklické společnosti se řadí zejména ty, které se zabývají výrobou levnějších substitutů jiných výrobků, které se stávají v období recese žádanějšími, čímž společnostem rostou tržby. (Rejnuš, 2008, s. 223)

Král' (2008) uvádí mírně odlišnou typologii firem, jejichž akcie jsou obchodovány na akciových trzích, a to kromě cyklických a anticyklických (kam řadí i společnosti neutrálního charakteru vůči hospodářskému cyklu), na následující odvětví:

- silně rostoucí
- stále rostoucí
- slabě rostoucí
- úspěšně se vracející
- substanční

Silně rostoucí odvětví a akcie je segment, který obsahuje společnosti s vysokým stupněm inovací. Jedná se zejména o malé a menší společnosti (často nově vzniklé), jejichž roční růst prodeje je kolem 20 – 30 %, což odráží i rostoucí cenu akcií. Díky inovacím se může jednat o společnost, která za správné patentové ochrany nebude mít v následujících několika letech dostatečnou konkurenci. Na druhou stranu, tyto společnosti často nevyplácejí dividendy, protože jsou nuceny splácet úvěry, které čerpaly na výzkum, vývoj a uvedení produktu na trh.

Stále rostoucí odvětví zahrnují zejména obrovské nadnárodně působící firmy z oblasti spotřebního zboží, jako je zboží potravinářské nebo drogistické. Tyto společnosti rostou sice pomalu, ale stabilně, a proto jsou pro investora cenovou jistotou. Někdy se tyto odvětví řadí i mezi anticyklické, protože v období recese ceny akcií těchto společností klesají méně, nebo dokonce mírně rostou. Je tomu z toho důvodu, že podniky v oborech nezbytných statků v období recese neutrpí výrazné ztráty, lidé tyto statky stále potřebují a kupují

je stále ve stejné míře, jejich koupě nelze odložit do budoucna, jako je tomu u statků dlouhodobé povahy.

Zaostávající odvětví zahrnuje firmy, které jsou vlivem nových technologických pokroků vytlačovány z trhu a jsou na ústupu (na odchodu z trhu). Pro investora je nevhodné do těchto firem investovat, pokud neplánují restrukturalizaci.

Odvětví a firmy úspěšně se navracející jsou specifické tím, že přestože jsou na jejich cenovém i produkčním dně, pořád mají nezpochybnitelnou značnou vnitřní hodnotu, která je dostatečná pro restrukturalizaci a regeneraci podniku. Tyto firmy se do podniku dostanou buď z důvodů politických, hospodářských nebo vlivem technologických změn a technologického pokroku. Je třeba, aby se tyto firmy dokázaly přizpůsobit novým podmínkám, mít kvalitní restrukturalizační plán a taktéž výkonný management, který dokáže tento plán správně implementovat do společnosti. Není však jisté, že se restrukturalizace povede a společnost může i tak zkrachovat.

Firmy s vysokou substanční hodnotou jsou společnosti s výrazně podhodnoceným majetkem, jako jsou budovy, pozemky, know-how apod. Znamená to, že tržní cena společnosti je značně nižší než její cena, a proto i akcie jsou na nižší úrovni, a v případě přecenění na reálnou tržní hodnotu, akcie prudce porostou. Tyto společnosti se v současnosti příliš nevyskytují a je příliš obtížné je vyhledat.

Klesající firmy jsou firmy, které z jakýchkoliv důvodů nebyly schopny se restrukturalizovat či transformovat. Ceny jejich akcií stále klesaly, až došlo k zániku společností. Příkladem je výroba gramofonových desek, která po nástupu magnetofonových pásek neměla žádný odbyt. Do těchto firem není doporučováno investovat, jedině např. nákupem put opcí, které spekulují na další pokles ceny akcií, což je v těchto případech nevyhnutelné. (Král, 2008, s. 56 – 60)

2.2.2 Tržní struktura odvětví

Typ tržní struktury můžeme rozpoznat podle počtu firem, které v daném odvětví působí, podle charakteru produkovaných statků, podle existence či neexistence překážek vstupu do onoho odvětví a podle způsobu tvorby cen. S ohledem na tyto kritéria se nabízí čtyři možné struktury odvětví – monopol, oligopol, nedokonalá a dokonalá konkurence, jejichž přehled nabízí následující tabulka (Veselá, 2003, s. 321 – 322):

Tab. 1: Typy tržní struktury odvětví a jejich charakteristické rysy (Veselá, 2003, s. 322)

Typ tržní struktury	Počet firem v odvětví	Charakter vyráběného produktu	Překážky vstupu do odvětví	Způsob tvorby cen v odvětví
Monopol	Pouze jedna firma	Pouze jeden produkt	Téměř nepřekonatelné	Firma stanovuje cenu (price maker)
Oligopol	Několik málo firem	Identický nebo velmi málo diferencovaný	Existují překonatelné překážky	Cenu stanovuje několik firem
Nedokonalá konkurence	Více, mnoho (žádná rozhodující firma)	Diferencovaný, existují cenově blízké substituty	Nepatrně – snadno překonatelné překážky	Podíl na stanovení ceny je nepatrný
Dokonalá konkurence	Mnoho (malé ekonomicky slabé)	Homogenní produkt	Žádné	Žádný vliv na cenu (price taker)

2.2.3 Životní cyklus odvětví

Musílek (2002) i Veselá (2003) dělí životní cyklus odvětví do tří fází:

1. Pionýrská fáze

V této fázi dochází k prudkému růstu poptávky, čímž rostou i tržby, což však láká i konkurenci. V odvětví se velmi náhle mění relativní postavení jednotlivých společností, výrazně kolísají jejich zisky a akciové kursy mají sklon k vysoké volatilitě. Po uplynutí určitého časového období se společnosti, které přežijí tuto fázi, ve které není pozice firem nikterak silná, dostávají do fáze rozvoje.

2. Fáze rozvoje

Ve fázi rozvoje dochází k určité stabilizaci celého odvětví, avšak konkurence je stále poměrně vysoká. Firmy se stávají silnější, jak podílem na celkovém výstupu odvětví, tak i z hlediska finančních zdrojů. Jednotlivé akcie již nejsou natolik volatilní jako v předchozí fázi, protože se snižuje i volatilita zisků společností, které společně s tržbami stále rostou z důvodu relativně vysoké poptávky.

3. Fáze stabilizace

Tato fáze uzavírá životní cyklus odvětví a je zcela typická vysokou stabilitou tržeb, zisků a tím i akciových kursů. Dominantní postavení je zde zaujato zavedenými společnostmi,

jejichž zisky jsou vysoce stabilní, jakožto odrážejíce se tento fakt i v nízké volatilitě cen jejich akcií. Po čase však odvětví ztrácí schopnost růstu a dochází ke snižování akciových kursů, čímž klesá průměrný výnos, variabilita výnosu i ceny vyráběné produkce, což vede některé společnosti k opuštění tohoto odvětví.

2.3 Fundamentální analýza mikro úrovně

Král' (2008) definuje jako základní cíl fundamentální analýzy na úrovni podniků zjištění skutečného finančního zdraví firmy v současnosti a také jeho výhled do budoucna, čemuž dopomáhá přísně strukturovaná analýza všech oblastí daného podniku. Takto zjištěný stav podniku nám umožňuje získat podrobné fundamentální znalosti o ekonomice předmětné firmy i o jejím vývoji v budoucnosti. Pokud provedeme stejnou analýzu u největších podniku stejného odvětví, získáme tím současný stav i budoucí vývoj daného segmentu. Když budeme pokračovat a provedeme analýzu nejdůležitějších segmentů v dané ekonomice, připojíme politické a sezónní faktory a také kvantifikované spekulativní faktory, získáme téměř reálný a pravdivý obraz o skutečné fundamentální podstatě dané ekonomiky, a tím i predikci vývoje cen akcií v dané ekonomice a vývoj měnového kursu.

Veselá (2003) tvrdí, že ve fundamentální analýze je klíčovým faktorem **vnitřní hodnota akcie**, která je analytiky porovnávána s aktuálním kursem akcie na trhu, a na základě čehož jsou akcie kategorizované jako nadhodnocené, podhodnocené či správně oceněné. Gladiš (2004) však upozorňuje, že při výpočtu vnitřní hodnoty se musí vždy brát v ohled to, že vypočtená hodnota není objektivní a přesná. Dva různí analytici zpravidla dojdou k odlišným vnitřním hodnotám stejné akcie, protože každý z nich použije v modelu jiné předpoklady. Krom toho, vnitřní hodnota není stálá, ale časem se mění, a z těchto důvodů je její výpočet pouze přibližný.

Polách et al. (2007) pak shrnuje činnosti vykonávané při fundamentální analýze do následujících:

- kvantitativní analýza neboli finanční analýza
- stanovení, zda je akcie nadhodnocena, podhodnocena či správně oceněna (výpočet vnitřní hodnoty akcie)
- kvalitativní analýza (spočívající hlavně ve SWOT analýze a portfoliové analýze)

2.3.1 Finanční analýza

Král^č (2008) uvádí klasickou finanční analýzu jako základ fundamentální analýzy každé společnosti. Finanční analýza je přesně definovaný a standardizovaný postup, pomocí něhož jsme schopni zhodnotit hospodaření zkoumané společnosti. Úkolem a cílem finanční analýzy je tedy zjistit diagnózu celkového hospodaření firmy prostřednictvím ekonomického podchycení, ocenění a prověření všech jejích složek (majetek a jeho struktura, tržby, zásoby, zisk, zadluženost atd.).

2.3.1.1 Poměrové ukazatele – základ klasické finanční analýzy

Název těchto ukazatelů se odvozuje přímo od jejich způsobu výpočtu, tedy berou se účetní položky, které se mezi sebou dělí (poměřují). Takovýmto způsobem nově vzniklá veličina nabývá nových významových a vypovídacích hodnot ve srovnání s původními primárními veličinami. (Král^č, 2008, s. 65 – 66)

Král^č (2008) dělí poměrové ukazatele do 4 hlavních skupin:

- ukazatele rentability (někdy doplněné o ukazatele aktivity)
- ukazatele zadluženosti
- ukazatele platební schopnosti resp. likvidity
- ukazatele pro potřeby kapitálového trhu

2.3.1.2 Ukazatele rentability

Pod pojmem rentabilita rozumíme výnosnost vloženého kapitálu ve zkoumané společnosti. Rentabilita znamená míru zisku, kterou předemtná společnost dosahuje, neboli kolik procent z vloženého kapitálu vydělá za 1 rok. Rentabilita je měřítkem schopnosti firmy zhodnocovat vložený kapitál formou zisků.

Pro potřeby investora postačí dva poměrové ukazatele, a to rentabilita celkového kapitálu a rentabilita vlastního kapitálu.

Rentabilita celkového kapitálu bývá někdy označována jako návratnost aktiv a udává produkční sílu podniku, neboli poměr mezi ziskem před zaplacením úroků a daní vůči celkovým aktivům.

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}$$

Je důležité uvést, že v anglosaských zemích se používá více úrovní zisku (EBITDA, EBIT, EBT, EAT), avšak k výpočtu výnosnosti celkových aktiv se vždy použije EBIT.

Rentabilita vlastního kapitálu nám ukazuje výnosnost kapitálu vloženého akcionáři a vypočítá se jako poměr následujících veličin:

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní_kapitál}$$

Tento ukazatel obsahuje již hodnotu zisku po zdanění, protože zkoumáme výnosnost vlastního kapitálu, který nezahrnuje úroky ani odpisy, nýbrž čistý zisk. (Král, 2008, s. 66 – 68)

2.3.1.3 Analýza zadluženosti a likvidity

Král (2008) nepovažuje za důležité pamatovat si vzorce, ale chápat skutečnost, že likvidita je funkcí solventnosti (platební schopnosti). Likvidita je tedy velmi důležitým ukazatelem z důvodu držení dostatečného množství prostředků pro chod společnosti. Z hlediska investora je zcela logické, že pokud nebudu držet žádnou hotovost, nemohu obchodovat → je tedy nezbytné udržovat si určitou úroveň likvidity. Z hlediska podniků je pak zřejmé, že podniky s nižší likviditou mají horší hodnocení na základě ratingových agentur a tím se dostávají do problémů s dalším získáváním úvěrů a financováním své činnosti. Naopak podniky s příliš vysokou likviditou budí dojem, že nedokáží své prostředky adekvátně investovat. Záleží však také na charakteru podnikání společnosti a na kapitálové struktuře, kde se ve větší míře liší podniky výrobního charakteru a podniky poskytující finanční služby apod.

2.3.1.4 Analýza ukazatelů kapitálového trhu

Král (2008) v souvislosti s fundamentální analýzou podniku vyzdvihuje zejména tyto dva ukazatele:

- výplatní poměr (angl. payout ratio)
- price / earnings ratio (P/E)

Výplatní poměr udává v procentech, kolik čistého zisku po zdanění (EAT) připadá na výplatu akcionářům. Ve firmách nevyplácejících dividendy je tento ukazatel samozřejmě ro-

ven nule. Obvykle se tento ukazatel pohybuje mezi 15 – 20 %, ale najdou se i společnosti, u kterých dosahuje např. až 90 %, a to z důvodu stálých zisků bez nutných inovací společnosti, které proto raději odměňují své akcionáře (jedna verze), nebo z důvodu lepší daňové politiky v zemích, kde dividendy jsou vypláceny oproti zemi mateřské.

P / E ratio nám říká, za jak dlouho se nám vrátí vložený kapitál. Čím je toto číslo nižší, tím je návratnost vloženého kapitálu rychlejší a lze předpokládat zvýšení ceny akcií i dividend a naopak. Akcie s vyšším P/E ratiem jsou však rizikovější a hrozí u nich vznik cenové bubliny, která by mohla následně splasknout, a investor by draze prodělal. Je proto nutné brát v ohled, v jakém měřítku tyto akcie zasadit do svého investičního portfolia. Zároveň by měl investor tento početně jednoduchý ukazatel ověřovat i po nákupu daného instrumentu, protože se jeho cena i dividendy mohou měnit a tím i velikost tohoto ukazatele.

$$P / E = \frac{\text{tržní_cena_akcie}}{\text{zisk_po_zd_na_1_akcii}}$$

2.3.1.5 Další ukazatele sloužící k měření hodnoty společnosti

- **Tržní hodnota firmy** (Market Value) – je hodnota firmy vyjádřena dle ceny její akcie na burze. */počet akcií dané firmy x cena za 1 akcii momentálně na hlavním trhu/*
- **Reálná hodnota firmy** (Enterprise Value) – tato hodnota zohledňuje také cash flow a dluhy společnosti, které jsou pro případného kupujícího významnou položkou, a mohou jeho pohled na společnost náhle změnit. */tržní hodnota (cena akcie na trhu x počet akcií) + dluhy – peněžní toky/*
- **Koncové P / E** (Trailing P / E) – čím je nižší, tím je návratnost rychlejší, to jsme si již zmínili i s výpočtem výše. Může se použít i obměnného ukazatel **budoucí P / E** (Future P / E), kde se použije očekávaný zisk na 1 akcii s výhledem nejbližších 12 měsíců.
- **PEG koeficient** (Price / Earnings / Growth) – zachycuje i vývoj tržeb za minulé období.
- **Cena / Prodej** (Price / Sales) – vyjadřuje poměr ceny akcie k tržbě na akcii

- **Cena / Účetní hodnota** (Price / BV) – uvádí poměr ceny akcie k účetní ceně akcie
- **EV / R** (Enterprise Value / Revenue) – udává velikost reálné hodnoty firmy na jednotku tržeb (příjmů)
- **EV / EBITDA** – použije se při porovnávání firem s odlišnou odpisovou a daňovou politikou včetně nezapočítaných úroků.
- **Zisková marže** (Profit Margin) – udává, jaký je čistý zisk na jednotku výnosů.
/čistý zisk / celkové výnosy x 100/
- **Zisk z vlastních operací** (Operating Margin) – říká, kolik peněz firma vydělává z vlastních operací. */(celk. výnosy – celk. operativní náklady) / celk. výnosy x 100/* (Král, 2008, s. 74 – 88)

Dluhošová (2006) shrnuje základní ukazatele finanční analýzy do následující tabulky:

Tab. 2: Seznam vybraných ukazatelů finanční analýzy (Dluhošová, 2006, s. 86)

Rentabilita		
Rentabilita vložených prostředků	Rentabilita aktiv ROA	EBIT / A
Rentabilita výstupů	Rentabilita vlastního kapitálu ROE	EAT / Vlastní kapitál
	Rentabilita dlouhodobých zdrojů ROCE	EBIT / Dlouhodobé zdroje
	Rentabilita tržeb ROS	EAT / T
Obrat pracovního kapitálu	Doba obratu zásob	(zásoby / T) x 360
	Doba splatnosti pohledávek	(pohledávky / T) x 360
Zadluženost		
Celková zadluženost	Míra zadluženosti	CK / aktiva celkem
Dílčí zadluženost a úrokové krytí	Úvěrová zadluženost vlastních zdrojů	prům. stav úvěrů / VK
	Úrokové krytí	EBIT / úroky
Návratnost úvěrů	Návratnost úvěrů	prům. stav úvěrů / (EAT + odpisy)
Likvidita		
Schopnost splácení závazků	Celková likvidita	OA / kr. závazky
	Pohotovlá likvidita	(OA – zásoby) / kr. závazky
Obrat složek ČPK	Doba obratu závazků	(kr. závazky / T) x 360
	Doba obratu zásob	(zásoby / T) x 360
	Doba splatnosti pohledávek	(pohledávky / T) x 360
Ocenění kapitálu akcionářů		
Tržní ocenění	P/E ratio	tržní cena akcie / EAT na akcii
	Výnosnost akcie	D / tržní cena akcie
Bilanční metody	Výnos na akcii	zisk k rozdělení / počet emitovaných akcií
	Výplatní poměr	D / zisk k rozdělení

3 OSTATNÍ METODY OCENĚNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ

3.1 Teorie efektivních trhů

Jednou z teorií, které popisují chování kursů cenných papírů, a to zejména akcií, je teorie efektivních trhů, která byla poprvé zformulována v roce 1970 profesorem Eugenem Fama. Pro kompletnost teorií vysvětlujících vývoj kursů cenných papírů je nutno zmínit i tuto teorii. Tato poněkud kontroverzní teorie poskytuje zcela odlišný pohled na pohyby kursů. Tato teorie považuje za zbytečný pokus o analýzu společností, cenných papírů, kursů a objemů obchodů, burzovní publikum nebo jiné faktory za účelem zjištění budoucího vývoje kursů, protože kursy akcií vykonávají dle této hypotézy „náhodnou procházku“ (random walk). Teorie efektivních trhů dále uvádí, že na trhu není možné dosahovat v delším období nadprůměrných zisků po očištění rizika. Nadprůměrnými zisky je myšleno dosahování větších zisků očištěných o riziko a transakční náklady než při pasivní strategii „kup a drž“. Jestliže někdo těchto nadprůměrných zisků dosahuje, pak je to pravděpodobně způsobeno užíváním neveřejných informací. Tato teorie je předmětem sporů a kritiky již po dlouhá léta, a to zejména ze strany finančních analytiků, jejichž hlavními nástroji jsou především technická a fundamentální analýza. (Polách et al., 2007, s. 148).

Polách et al. (2007, s. 149) definuje efektivní trh jako trh, kde se setkává velké množství racionálně uvažujících investorů, jejichž cíl je maximalizace výnosu, přičemž se každý z investorů snaží predikovat budoucí kursy jednotlivých cenných papírů a kde veškeré relevantní informace jsou prakticky bezplatně dostupné všem účastníkům trhu. Na efektivním trhu vede konkurence mezi jednotlivými investory k situaci, kdy jsou v každém momentu aktuálními kursy akcií odráženy veškeré informace o minulých i očekávaných událostech. V každém momentě se tak považuje aktuální tržní cena nejlepším odhadem vnitřní hodnoty akcie.

3.1.1 Formy tržní efektivnosti

Musílek (2002, s.232) rozlišuje tři formy tržní efektivnosti akciových trhů:

- Slabou formu efektivnosti
- Středněsilnou formu efektivnosti
- Silnou formu efektivnosti

Slabá forma efektivnosti spočívá v tom, že v aktuálním akciovém kursu jsou obsaženy všechny informace, které je možno získat ze souborů historických dat. Proto investor nemůže z historických dat předvídat budoucí kursový pohyb a změna kursu je náhodná. Pokud není možno minulý trend použít pro předpověď budoucího vývoje, pak ani teorie Dowa nemůže osvětlit podstatu chování akciových kursů. Za předpokladu pravdivosti tohoto tvrzení by technická analýza byla naprosto zbytečná.

Jako **středněsilná forma efektivnosti** je považována situace, při které akciový kurs obsahuje nejen historická data, ale i aktuální veřejné informace. Pakliže se akciové trhy chovají efektivně ve středněsilné formě, není možno na trhu objevit špatně oceněné akciové instrumenty. Při chování akciových trhů na úrovni středněsilné formy patřičně klesá hodnota nejen teorie Dowa, ale i teorie vnitřní hodnoty akcie.

Silná forma efektivnosti znázorňuje skutečnost, že aktuální akciový kurs obsahuje všechny kursotvorné informace, které mohou být veřejného i neveřejného charakteru. Při této formě efektivnosti ztrácí význam jak analytická činnost ve formě technické a fundamentální analýzy, tak i neveřejné informace, které se stávají bezcennými, protože jsou již absorbovány v akciovém kursu. (Musílek, 2002, s. 232)

3.1.2 Předpoklady efektivního trhu

Polách et al. (2007) uvádí tyto předpoklady efektivního trhu:

- Na akciovém trhu působí obrovské množství racionálně uvažujících investorů, kteří průběžně analyzují i obchodují.
- Investoři mají přístup k dostatku pravdivých, levných a aktuálních informacím.
- Investoři jsou schopni reagovat přesně a rychle na nové informace.
- Transakční náklady jsou na nízké úrovni.
- Kapitálový trh je vysoce likvidní.
- Žádný účastník trhu se nenachází v monopolním či výsadním postavení.
- Žádný z investorů na efektivním trhu není schopen v dlouhém období trvale při dané úrovni rizika dosahovat nadprůměrného výnosu.
- Trh má kvalitní infrastrukturu a právní regulaci.

- Na plně efektivním trhu musí selhat všechny obchodní a investiční strategie, protože cenný papír je nepřetržitě správně oceněn a díky skokové reakci na novou informaci chybí jakýkoliv časový prostor pro realizaci jakékoliv strategie.

3.1.3 Anomálie na efektivním trhu

Musílek (2002) konstatuje, že i když se vyspělé akciové trhy chovají poměrně efektivně, vyskytují se na nich anomálie, které mohou dopomoci investorovi k dosažení nadprůměrných výsledků.

Veselá (2007) tyto anomálie rozlišuje následovně:

- **Lednový efekt** (The January Effect) působící pouze v lednu a týkající se zejména akcií malých firem. Tyto akcie v prvních čtrnácti dnech vykazují nadprůměrný zisk, protože investoři na přelomu vyhodnocují výkonnost svého portfolia a přijímají nové strategie. Portfolia převrstvují a doplňují o akcie malých firem.
- **Pondělní (týdenní) efekt** (The Day of the Week Effect) se vyznačuje tím, že akciové kursy v průběhu týdne kolísají dle určitého vzoru. Podle studie Gibbonse a Hesse akciové kursy v pondělí klesají, v úterý je kurs neměnný, ve středu a pátek se objevují pozitivní změny, a ve čtvrtek je kurs slabě pozitivní.
- **Efekt velikosti** (Size Effect) znázorňuje skutečnost, že akcie malých společností, resp. společností s nízkou tržní kapitalizací, přinášejí investorům nadprůměrné výnosy. S investováním do akcií malých firem je však spojeno větší riziko a nižší likvidita, protože informace o těchto společnostech jsou méně dostupné a neúplné a investování do těchto společností bývá spjato s vyššími transakčními náklady.
- **Efekt nízkého P/E ratia** (The Low P/E Ratio Effect). Jedná se o nákup akcií s nejnižšími hodnotami ukazatele Price / Earnings Ratio, které jsou schopny opakovaně přinést nadprůměrný výnos.
- **Efekt nízkého P/BV ratia** působí stejně jako předchozí anomálie, kde se však využívají ukazatele Price / Book Value Ratio. Tento efekt působí nejsilněji ve Francii a Japonsku.

- **Efekt zanedbaných firem** (The Neglected Firms Effect) udává, že akcie firem, které jsou pro investory neatraktivní, jsou schopné investorovi zabezpečit opakovaně nadprůměrný výnos. Vysvětlením tohoto jevu je nižší likvidita a vyšší riziko.
- **Efekt překvapujících výnosu** (The Surprise / Earnings Effect) je reakce akciových kursů na novou, neočekávanou a překvapující informaci o kvartálních ziscích vykazovaných analyzovanými společnostmi. Díky vnitřním informacím a následným zpožděným reakcím akciových kursů na zveřejnění uvedeného typu informace nelze hovořit o efektivním trhu.
- **Efekt fúzí a akvizic** (The Mergers and Acquisitions Effect) umožňuje investorům získat nadprůměrné výnosy v důsledku výrazných kursových pohybů akcií společností, které chystají fúzi, nebo pohybů akcií společnosti, která je předmětem akvizice. 2/3 pohybu kursu se realizují ještě před oznámením chystané akvizice, což poukazuje na únik a zneužití vnitřních informací.
- **Efekt akcií uzavřených fondů** (The Closed-End Mutual Fund Puzzle) odráží to, že akcie uzavřených fondů jsou dlouhodobě obchodovány s diskontem. To znamená, že tržní kurs akcií je dlouhodobě menší než tržní hodnota majetku připadající na jednu akcii, často měřená pomocí ukazatele čisté hodnoty aktiv.
- **Efekt emise nových akcií** (The New Stock Issues Effect). Investiční banky při umístování emisí akcií společností, které se ze soukromých stávají veřejné, podhodnocují emisní kurzy akcií o 5 – 10 %, a to ve snaze zajistit si bezproblémové rozprodání celé emise.
- **Efekt kotace** (The Exchange Listings Effect) se pojí s přechodem akcie z jednoho sekundárního trhu na jiný prestižnější sekundární trh.
- **Efekt spojený s Value Line Survey** je typickou americkou anomálií. Její výskyt se spojuje s fungováním poradenského servisu Value Line Investment Survey, který dělí akcie do pěti skupin podle vhodnosti pro investování.
- Fuchs (2005) ještě přidává **víkendový efekt**, kdy existuje tendence poklesu cen akcií během víkendu, resp. pondělního dopoledne. Jako důvod mohou být špatné zprávy, které investoři během víkendu obdrželi. Jelikož se ale jedná o velmi nepatrný pokles cen akcií, nelze na něm profitovat ani tak, že bychom v pondělí nakoupili

cenné papíry, v pátek je prodali a přes víkend si finanční prostředky uložili na peněžním trhu, protože takto dosažený výnos by nepokryl transakční náklady.

V závěru bych k této teorii zmínil skutečnost, že pokud by tato teorie byla pravdivá, neexistovaly by na trhu podhodnocené akcie, jejichž včasnou koupí a následným prodejem bychom dosáhli nadprůměrných zisků, stejně tak jako podhodnocená aktiva, která bychom včas prodali a později po poklesu znovu koupili a také tak realizovali zisky. S jistotou však mohu říci, že na trhu existují podhodnocené a nadhodnocené cenné papíry a investorům se daří na takovýchto instrumentech finančního trhu vydělat peníze. A proto tuto teorii osobně nepovažuji za pravdivou. Krom toho, tato teorie má tolik anomálií, že není možné jí brát vážně.

3.2 Technická analýza

Technická analýza je na rozdíl od fundamentální analýzy, jejíž modely se zakládají na fundamentálních datech, jako jsou zisky, tržby, růst zisku a dividend, finanční analýza apod., založená na publikovaných tržních datech. Za tato data jsou považovány tržní ceny jednotlivých akcií, indexy, objemy obchodů a technické indikátory. Techničtí analytici mají domněnku, že pouze tržní data jsou relevantními pro úspěšnou obchodní strategii na akciových trzích. Hlavním cílem technických analytiků je předpověď krátkodobých cenových pohybů individuálních akcií nebo akciových indexů, přičemž neberou ani tak ohled na cenovou úroveň, jako spíše na odhalování cenových změn. (Musílek, 2002, s. 327)

Musílek (2002) shrnuje definiční znaky technické analýzy takto:

- Technická analýza se zakládá na publikovaných tržních datech.
- Středem pozornosti technické analýzy je načasování nákupních nebo prodejních rozhodnutí, je zaměřena na cenové změny. Fundamentální analýza se naopak snaží stanovit vnitřní hodnotu akcie.
- Technická analýza je postavena na interních faktorech při analýze pohybu akcií a celkového trhu, což kontrastuje s fundamentální analýzou, která silně využívá externích faktorů.
- Technická analýza se převážně koncentruje na krátké období. Většina metod technické analýzy je ve snaze identifikovat cenové změny v relativně krátké periodě.

Oproti tomu fundamentální analytici se zpravidla soustředují na střední a dlouhé období.

Kursy akcií se ve světě technických analytiků přizpůsobují novým informacím postupně a vždy trvá určitou dobu, než se vytvoří nová rovnovážná cena. Techničtí analytici se jsou přesvědčeni, že začátek procesu přizpůsobování může být včas odhalen. Základem je však rychlé poznání vztahu mezi nabídkou a poptávkou a realizace vhodné investiční strategie. Klíčovým předpokladem technické analýzy je skutečnost, že historická data mohou být použitelná pro predikci budoucího kursového vývoje. Časové přizpůsobování je delší, a proto se zde vzniká možnost nadprůměrného kursového zisku při včasné reakci.

Fuchs (2005) řadí mezi základní předpoklady technické analýzy tyto:

- Tržní ceny jsou určovány pouze střetem nabídky a poptávky.
- Nabídka a poptávka jsou ovlivněny proměnnými veličinami kursu.
- Kursy se pohybují v trendech, tzn. dobách, kdy dochází k přizpůsobování se nové informaci.
- Změny trendů se odrážejí jako důsledek změny nabídky a poptávky.
- Průběh kursů se opakuje, vznikají trendy.
- Předpovědi kursů je možno odvodit z historických údajů, jakou jsou historické ceny nebo objemy obchodů.

3.2.1 Dowova teorie

Jak Musílek (2005) uvádí, za zakladatele technické analýzy se všeobecně považuje Charles Henry Dow, jenž byl vydavatelem časopisu The Wall Street Journal a spoluautorem velmi populárního akciového indexu Dow Jones Industrial Average a Dow Jones Transportation Average. V roce 1902, kdy zemřel, byly jeho myšlenky rozpracovány a postupně se vytvořila ucelená Dowova teorie, která byla velmi populární ve 20. a 30. letech 20. století a je předmětem diskuse i v posledních letech. Mezi finančními ekonomy existuje také často rozšířený názor, že jeho teorie dokázala úspěšně signalizovat krachy na burzách v letech 1929 a 1987.

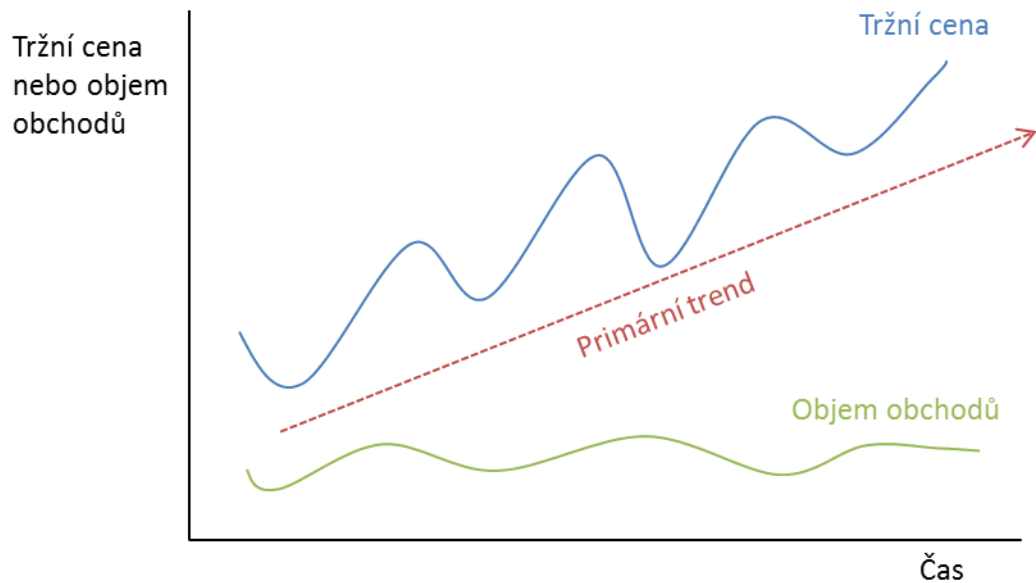
Dowova teorie vychází z podmínky, že se většina akcií na akciových trzích chová podobným způsobem a jen velmi málo akcií vykazuje chování jiné. Tato myšlenka dává možnost znázornit celkový trh pomocí indexů.

Ch. H. Dow vytvořil dva indexy, pomocí nichž lze popsat chování trhu:

- **Dow Jones Industrial Average (DJIA)**, který obsahuje 30 významných akcií průmyslových společností.
- **Dow Jones Rail Average (DJRA)** obsahující původně 12 akcií dopravních společností. V budoucnu byly zahrnuty do indexu i další akcie dopravního průmyslu (např. leteckého průmyslu) a index se přejmenoval na Dow Jones Transportation Average.

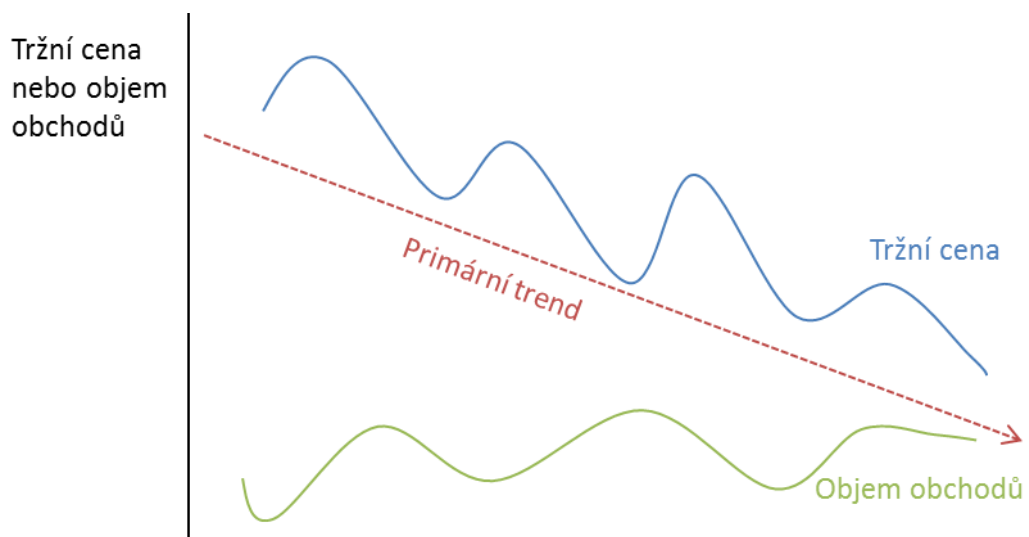
Musílek (2005) vysvětluje, že základem Dowovy teorie jsou následující teze:

- Indexy v sobě odrážejí všechny relevantní informace. Tržní účastníci reflektují změnu indexů, která vede ke změně tržního chování. Zprávy o nepředvídatelných událostech se velmi rychle absorbují a jejich účinek se obratem znázorní na nabídce a poptávce. Indexy jsou obrazem nefalšované tržní situace.
- Pohyb akciových kursů je složen ze tří trendových komponentů:
 - o Primární trend, který je rozhodující prvek kursového pohybu. Jedná se přitom o rozsáhlé vzestupy či sestupy v časovém horizontu jednoho či více let.
 - o Sekundární trend představuje méně významná, krátkodobá kolísání kursu akcií s trváním od 3 měsíců do 1 roku.
 - o Terciální trend obsahující krátkodobé fluktuace akciových kursů v časovém horizontu několika dnů. Má význam pouze tehdy, je-li součástí primárního nebo sekundárního trendu. Pro akciové prognózy dle Dowovy teorie nemá terciální trend žádný význam, neboť z krátkodobého hlediska jsou akciové kursy značně manipulovatelné.
- Budoucí chování akciových kursů je možno odvodit z minulé tržní situace. V případě, že kursový vzestup dosáhne vyšší úrovně než je předchozí úroveň, a každý pokles je zastaven na vyšší než předchozí úrovni, pak se jedná o primární trend vzestupný. Takovéto chování akciových kursů se nazývá jako „býčí trh“.



Obr. 1: Objem obchodů při „býčím trhu“ (vlastní tvorba)

- Primární trend vykazuje pokles, jestliže každý pokles kursu je hlubší než předchozí úroveň a každý vzestup nepřesáhne předchozí úroveň. Tato tržní situace se označuje jako „medvědí trh“.



Obr. 2: Objem obchodů při „medvědímu trhu“ (vlastní tvorba)

3.2.2 Grafické metody

Grafické metody se zakládají na odhalování pravidelně se opakujících formací. Tyto techniky je možno aplikovat buď na celkový trh, nebo na jednotlivé akcie. V případě, že

jsou používány k analýze celkového trhu, je cílem identifikovat primární trend. Pokud se však použijí grafické metody pro jednotlivé akce, je zřejmý jejich motiv v získání informací pro nákupní nebo prodejní signály.

Analytici na základě historických analýz vytvořili sjednocené formace chování akciových kursů, které jim slouží při prognóze tržních cen. Podle očekávaného budoucího kursového vývoje dělíme formace na:

- formace vedoucí ke změně trendu
- formace potvrzující trend

Formace vedoucí ke změně trendu dávají investorům signál o změně trendu ze sestupného na vzestupný nebo naopak. **Formace potvrzující trend** jsou tržní situace, kdy trend krátkodobě nepokračuje v nastoupeném směru, a potom se opět začne pohybovat původním směrem. (Musílek, 2002, s. 231)

Fuchs (2005) uvádí, že technická analýza používá celou řadu grafických zobrazení pro interpretaci akciového trhu. Používají se např. tyto grafy:

- **Čárový graf**, jehož konstrukce vychází ze závěrečného kursu a objemu cenného papíru.
- **Úsečkový graf**, jehož jednotlivé osy zobrazují stejné veličiny jako čárový graf, avšak spojitou funkci na grafu nahradí svislé úsečky, na kterých jsou vodorovně vyznačeny závěrečné hodnoty kursu.
- **Graf typu svíce**, jenž zobrazuje objem a otevírací, nejnižší, nejvyšší a popř. i závěrečnou cenu. Tělo je buď prázdné (závěrečná cena je vyšší než otevírací) nebo plné (závěrečná cena je nižší než otevírací).

3.2.3 Metody založené na technických indikátorech

Tyto metody analyzují tržní, objemové či cenové charakteristiky celkového akciového trhu nebo jednotlivých akcií. Za základní metody se považují tyto:

- **Šíře trhu** je indikátor, který se snaží analyzovat kvantitativní pohyb trhu, tzn. jaký počet akcií ve sledovaném okamžiku klesl a vzrostl.

- **Nová maxima a nová minima**, indikátor, který sleduje počet akcií s novými maximálními kursy a počet akcií s novými minimálními kursy v rámci určitého období. Pokud je větší počet akcií s novými maximálními kursy, než s novými minimálními kursy, jedná se o signál o vzestupném trendu. V opačném případě se dá na trhu očekávat sestupný trend.
- **Klouzavé průměry** jsou velmi populární a používají se pro identifikaci směru a míry pohybu akciových kursů.
- **Relativní síla** analyzuje chování kursu jedné akcie v časové řadě k jiným akciím, příp. k celkovému trhu. Vzrostli-li kurs jedné akcie více než kurs jiných, nebo klesli-li méně, pak se akcie považuje za relativně silnou. Dle toho jsou akciím vypočteny koeficienty. Akcie s vyšším koeficientem je akcií silnější. Pokud její koeficient klesne pod určitou hranici, je akcie rozprodána a nakoupí se akcie silnější.
- **Momentum** je indikátor, který umožňuje identifikovat cyklické kolísání nebo krátkodobé trendy ve vývoji akciových kursů. Je nápomocno při analýze cenové úrovně i intenzity oscilace kursů.
- **Anticyklické indikátory** se používají k odvození opačného investičního chování, protože se vychází z předpokladu, že široká masa investorů realizuje obchody v nevhodné tržní situaci.
- **Index důvěry** se snaží měřit investiční optimismus nebo pesimismus prostřednictvím dluhopisových trhů. Teorie se zakládá na předpokladu, že obchodníci s dluhopisy jsou více sofistikovaní než obchodníci na trhu akciovém, a proto jsou schopni rychle předvídat změny trendu. Techničtí analytici mají domněnku, že platí teze: „...Co udělají obchodníci s dluhopisy dnes, budou dělat obchodníci s akciemi zítra...“
- **Struktura portfolia investičních fondů** spočívající v tom, že investiční fondy mají určitou strukturu svého portfolia, ve kterém tvoří určitý podíl i likvidní prostředky. Likvidní prostředky investičního fondu se ve vyspělých zemích pohybují kolem 5-25 % z celkového portfolia. Pokud se likvidní prostředky pohybují kolem spodní hranice 5 %, pak neexistuje kupní potenciál trhu, naopak pohybují-li se likvidní prostředky kolem horní hranice, potom existuje dostatek disponibilních prostředků

v rukách institucionálních investorů, což je optimistický signál v očekávání vzešlého trendu. (Musílek, 2002, s. 332 – 337)

3.3 Psychologická analýza

Pohled a přístup psychologické analýzy k ohodnocování situace na akciových trzích lze ve srovnání s fundamentální a technickou analýzou považovat za netradiční a okrajový. Za hlavní rys, kterým se psychologická analýza od obou předchozích analytických postupů zásadně liší, se považuje předmět zkoumání. Zatímco fundamentální analytici se zaměřují na vnitřní hodnotu akcie a na faktory, které ji utvářejí, techničtí analytici jsou skeptičtí k možnosti kalkulace vnitřní hodnoty akcie, a proto se soustředí raději k pohybu samotného kurzu akcie či trhu, k identifikaci trendu tohoto pohybu, jeho síly a k předpovědi případných změn stávajícího trendu, psychologicky orientovaní analytici ubírají svou pozornost zcela jiným směrem. Vycházejí z myšlenky, že pohyb kurzů je až následkem chování lidského faktoru, čili investorů, přičemž rozhodující determinantou je podle psychologů lidská psychika. Psychologicky zaměření analytici se tedy ve své analýze nezastaví u akcie samotné, ale spíše hledají impuls, který vedl investory k tomu, aby masově nakupovali (což podpořilo růst kursu) nebo prodávali akcie (čímž jejich kursy následně klesaly), tedy hledají impuls, který v nich vyvolal s ohledem na lidskou psychiku jistý druh chování. (Veselá, 2003, s. 28)

Veselá (2003, s. 28) uvádí, že „předmětem zkoumání psychologické analýzy tedy není akcie, nýbrž člověk, tedy lidský faktor v procesu investování a zejména impulsy, které u něho podněcují určitý druh chování. Je-li potom třeba vysvětlit chování davu investorů, je nezbytné opřít se o poznatky psychologie davu.“

Význam masové psychologie přesně vyjádřil Keynes, který už ve své době tvrdil, že „nemá žádného smyslu zaplatit 25 peněžních jednotek za investici, o níž podle jejího perspektivního výnosu důvodně soudíte, že má sice hodnotu 30, avšak předpokládáte, že za tři měsíce ji trh ocení pouze na 20.“ Zkušený investor musí proto věnovat značnou pozornost předvídání budoucích změn v atmosféře psychologie daného trhu a vhodnými prostředky těchto svých odhadů využít. (Fuchs, 2005, s. 90)

Fuchs (2005) dělí psychologickou analýzu na 4 základní teoretické koncepce, které se zabývají vlivem masové psychologie na kursy akcií:

1. Keynesova investiční psychologie,
2. Kostolanyho burzovní psychologie,
3. Teorie spekulativních bublin,
4. Drasnarova koncepce psychologické analýzy.

3.3.1 Keynesova investiční psychologie

Keynesova investiční psychologie, nebo také se dá nazvat spekulativní rovnovážná hypotéza, jejíž základy byly položeny Keynesem a považuje se také za nejstarší teorii psychologické analýzy, se zabývá chováním kursů na akciových trzích z psychologického hlediska. Tato teorie poprvé v historii považuje za hlavní faktor, který ovlivňuje kursy akcií, spekulativní chování investičního publika. (Fuchs, 2005, s. 90; Polách et al., 2007, s. 195)

Fuchs (2005) uvádí, že Keynes v rámci definice základů této teorie tvrdí, že významný vliv na chování akciových kursů mají subjektivní faktory, kterými jsou:

- **struktura vlastnictví akcií** (neustále více lidí vlastní akcie, přičemž jen málo z nich ví, jak akcie správně ohodnotit)
- **nepřiměřené reakce akciových kurzů na určité události** (toto tvrzení kombinuje fakt, že investiční publikum reaguje nepřiměřeně na běžné události, které jsou pomíjivého charakteru, ale tato skutečnost stupňuje volatilitu akciových trhů)
- **chování investičního publika je značně ovlivňováno kolektivní psychologii velkého počtu neinformovaných jednotlivců** (tento fakt navazuje na první faktor – strukturu vlastnictví – čím vyšší je podíl akcionářů, kteří neumí držené akcie správně ohodnotit, váha tohoto faktoru je ještě více umocněna)
- **investiční rozhodování je zaměřeno na prognózování budoucího chování investičního publika** (i tento případ lehce navazuje na první faktor; jestliže budou mít investoři bez potřebných analytických znalostí na kursy akcií větší vliv než kvalifikovaní investoři, kteří provádějí fundamentální analýzy, tak se i kursy akcií budou pohybovat podle nálad této většiny a také podle atmosféry panující na onom trhu)

Keynes mimo jiné definoval také pojmy spekulace a podnikavost:

- **spekulace** je dle jeho názoru investiční rozhodování, které se zakládá na prognózování kolektivní psychologie
- **podnikavost** je oproti tomu činnost, která vyplývá z predikce budoucího výnosu akciového instrumentu po celou dobu jeho životnosti a na základě fundamentálních analýz

Keynesova investiční psychologie považuje za nad míru nebezpečné, jestliže by spekulace nabyla většího rozsahu než podnikavost. Keynes v ní tvrdil, že: „Spekulanti nezpůsobí škodu, zůstanou-li mýdlovými bublinami na povrchu pravidelného proudu podnikání. Situace se však stane vážnou, jakmile se podnikání stane mýdlovou bublinou ve víru spekulace.“ (Fuchs, 2005, s. 91)

3.3.2 Kostolanyho burzovní psychologie

Kostolanyho koncepce vychází z podmínky, že v krátkém období, čímž se myslí období do jednoho roku, jsou kursy akcií ovlivňovány zpravidla psychologickými reakcemi burzovního publika na různé události, ale že ve středně dlouhém a dlouhém období jsou již hlavními kurzotvornými faktory ukazatele fundamentální. Podstata Kostolanyho burzovní psychologie tkví v první řadě na rozdělení účastníků burzovního trhu podle charakteristických znaků jejich chování, a následně na základě toků finančních prostředků a akcií mezi těmito skupinami, odhadování budoucích kursových pohybů. (Polách et al., 2007, s. 196)

Kostolany rozlišuje 2 skupiny účastníků burzovních obchodů, a to (Polách et al., 2007, s. 196-197):

- **Hráči**, kteří se snaží o velmi rychle nabytí kursových zisků, a proto se jejich jednání nezakládá na znalosti fundamentálních údajů, ale pouze na reakcích na nové informace a události. Jejich chování je spíše emotivní a jdou vždy s proudem, neboli kupují, když ostatní kupují, a prodávají, když i ostatní prodávají. Jedná se zejména o skupinu účastníků trhu, kteří jednají krátkodobě a orientují se na malé zisky. V krátkém období je proto způsobena volatilita kursů, protože hráče představuje až 90 % burzovního publika.
- **Spekulanti** se oproti hráčům zaměřují na dlouhodobější transakce a počítají s rozsáhlejšími kursovými pohyby. Na rozdíl od hráčů mají vlastní myšlenky, představy a prognózy. Jejich chování se nezakládá na emotivní stránce povahy, avšak jednají

racionálně a jdou tzv. proti proudu. Jejich odhady budoucího pohybu kursů akcií se podkládají konkrétními argumenty, které sice nemusí být vždy pravdivé či správné, ale vycházejí z řady fundamentálních údajů. Zkušenosti Kostolanyho ukazují, že spekulanti jsou na burzách jednoznačně úspěšnějšími nežli hráči.

- Vlastnosti a charakter **spekulantů**, jak uvádí Veselá (2003), nejmóstižněji popisuje sám Kostolany jako ty, co mají 4G – myšlenky (Gedanken), trpělivost (Gedult), peníze (Geld) a štěstí (Glück). Při svém jednání a rozhodování jsou spekulanti schopni vzdorovat davové hysterii, svá rozhodnutí neopírají o lákavé iluze a horké tipy jako dav investorů, ale o své vlastní myšlenky a argumenty.

Kostolanyho přístup, jak uvádí Fuchs (2005), vychází z vývoje objemů obchodů a kursů akcií v posledních měsících, přičemž definuje tyto čtyři základní situace:

1. **Dochází k růstu kursů a zároveň i k růstu objemu obchodů**

V této situaci dochází k přesunu akcií od spekulantů ke hráčům. Děje se tomu proto, protože jen hráči jsou ochotni nakupovat při vysokých a ještě dále rostoucích kursech. Takto se vytváří tzv. překoupený trh, který se stává pro všechny své účastníky vysoce rizikovým, poněvadž akcie vlastní subjekty, jež jednají pod vlivem nezdravé masové psychózy. To je však v přímém rozporu s přístupem technické analýzy, která na druhou stranu tvrdí, že rostoucí ceny při vysokých obrátech jsou jednoznačným nákupním signálem. Kostolany ale prokazuje, že při dnes stoupajících kursech a zvyšujících se obrátech nakupuje široké investiční publikum, které bude později se stejnou rychlostí prodávat, což může zapříčinit (jelikož se jedná o krátké období) brzy hluboký propad trhu.

2. **Dochází k poklesu kursů, ale objemy obchodů dále rostou**

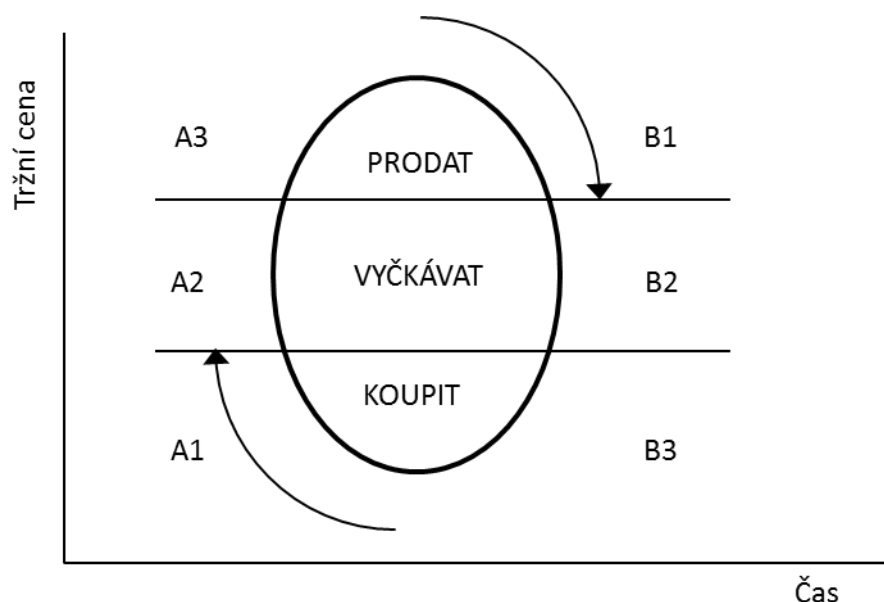
Situace jako je tato nastává tehdy, jestliže vznikne v důsledku nějaké neočekávané negativní informace panika v řadách hráčů. Stupňující se strach je totiž motivuje k rychlému prodeji akcií, které se tímto dostávají zpět do rukou spekulantů. Trh se v tomto případě nazývá trhem přeprodaným, neboli trhem stabilním s poměrně vysokou mírou jistoty před případnými dalšími hlubšími poklesy, neboť akcie jsou při jejich nízkých kursech obvykle v rukou racionálně uvažujících investorů.

3. **Dochází k poklesu kursů, ale také i k poklesu objemu obchodů**

Nasává situace, která je pro další vývoj trhu velmi nepříznivá. Pokud totiž spekulantů zatím nezahájili nákup akcií, očekávají zjevně ještě další, a možná i hlubší pokles kursů, než byl předešlý pokles, který svým vyčkáváním ještě sami prohlubují.

4. Dochází k růstu kursů, ale tento pohyb není doprovázen růstem objemu obchodů

Tento stav burzovního trhu může být signálem dvou situací. Buď v řadách hráčů existuje dosud nepřekonaná vlna pesimismu a zatím se neobjevily takové signály, které by značným způsobem ovlivnily jejich psychologii, nebo v dané době nedisponují dostatečnými volnými peněžními prostředky pro nákup těchto akcií.



Obr. 3: Koloběh akciových kursů dle Kostolanyho (vlastní tvorba podle Fuchs, 2005, s. 92)

Legenda k tomu, jak výše uvedený graf popisuje Kostolany (2003):

A1 – Fáze korektury – menší objem, omezený počet akcionářů – čekat a držet akcie

A2 – Dopravná fáze – rostoucí objem a počet akcionářů, počet vlastníků akcií je vysoký

A3 – Fáze přehánění – objem se stává euforický, počet vlastníků akcií je vysoký

B1 – Fáze korektury – nižší objem, počet akcionářů pomalu klesá

B2 – Doprovodná fáze – rostoucí objem, počet akcionářů stále klesá – čekat a držet hotovost

B3 – Fáze přehánění – vysoký objem, ale nízký počet akcionářů

3.3.3 Drasnarova koncepce psychologické analýzy

Drasnar vysvětluje zhodnocování a znehodnocování kursů akcií jako následek působení dvou protichůdných lidských vlastností. Jedná se o chamtivost a strach. Podle toho, která z těchto vlastností převládá, dochází na trhu cenných papírů k růstu či poklesu. Chamtivost se tvoří z přirozeného přání člověka něco vlastnit. Toto přání nikdy nezmizí, ba naopak se s rostoucím bohatstvím násobí. Snaha dosáhnout vysokých zisků z investic do cenných papírů, a to především do akcií, podporována chamtivostí podněcuje růst poptávky po těchto cenných papírech, a tím i růst jejich kursů. Tento trend zhodnocování kursů akcií trvá na trhu až do té doby, kdy je chamtivost investorů náhle vystřídána strachem ze ztráty nabytého bohatství. S tímto strachem se pojí zárodky paniky, které se společně se strachem rozšíří celým davem investorů, kteří se ve spěchu začnou zbavovat prakticky všech držených cenných papírů. Následný přebytek nabídky cenných papírů potom způsobí nástup znehodnocovacího trendu.

Tak jako je střídána chamtivost se strachem investorů ze ztráty nabytého bohatství, stejně tak se i střídají vzestupné i sestupné trendy. Ty se však vzájemně liší délkami svého trvání v závislosti na rychlosti, se kterou je chamtivost střídána strachem a naopak, jinými slovy v závislosti na tom, jak rychle se mění pocity davu. (Polách et al., 2007, s.202)

3.3.4 Teorie spekulativních bublin

Na akciových, ale i na jiných trzích, se může stát, že se kursy cenných papírů po určité době nepřetržitě rostou bez toho, aby bylo možné pro jejich růst nalézt rozumné fundamentální vysvětlení. Tento růst se ale po určité době náhle a neočekávaně zastaví a kursy začnou velice prudce klesat. Situace, kdy se kursy cenných papírů prozatímne, bez jakéhokoli racionálního vysvětlení výrazně odchylojí oběma směry od vnitřních hodnot stanovených fundamentálními analytiky, se obecně nazývají spekulativní bubliny a jejich výskyt se vysvětluje masovou psychologií. (Fuchs, 2005, s. 93)

Teoreticky se vznik spekulativní, někdy nazývané cenové, bubliny pojí vždy s nadměrnou reakcí investorů na určitou událost. Z toho důvodu, že jsou pocity v davu investorů rychle nakažlivé, vzniklá optimistická vlna se sugestivně šíří davem tak dlouho, dokud není celý dav investorů sevřen a ovládán masovou optimistickou hysterií, která žene kursy stále vzhůru. Dle názorů psychologických analytiků v této situaci čím dál tím více investorů nakupuje akcie díky svému napodobenému chování, které odvozují od chování ostatních s nadějí, že kursy akcií budou i v budoucnu nadále růst. Neustále rostoucí vlna optimismu, jež se prudce šíří davem investorů, přispívá k tomu, že spekulativní bubliny mají samovyplňující charakter. Rostou, nafukují se čím dál tím víc, a to do doby, kdy se mezi investory nachází víra v jejich další existenci a růst, která s sebou přináší příslib skutečně závratně vysokých kapitálových zisků. Bublina praskne ve chvíli, kdy dav investorů přestane věřit v další růst kursů cenných papírů.

I když se spekulativní bubliny jeví jako tragické a velmi nebezpečné, představují pro investory také silné lákadlo, kterému málokdo odolá. I ve chvíli, kdy je už víceméně jasné, že se na trhu spekulativní bublina vytvořila, mnoho investorů neukončí svou účast v ní, ale naopak se ještě více v ní zapojí zvýšením svých nákupů. Investoři se totiž přesvědčují, že se jim podaří závratně zbohatnout dříve, než bublina praskne.

Další vysvětlení vzniku spekulativních bublin nabízí teorie hlučného obchodování, která udává, že příliš vysoká kolísavost kursů cenných papírů kolem správné fundamentální vnitřní hodnoty, a tím i tvorba spekulativních bublin, je vyvoláno existencí dvou odlišných skupin investorů na trhu. První skupinou jsou sofistikovaní investoři, kteří se zabezpečují dostatečným přísunem informací a zároveň disponují postačujícími zkušenostmi a znalostmi k jejich racionálnímu posouzení a využití. Druhou skupinu tvoří nesofistikované, „hlučné“ investory, kterým adekvátní a správné informace často chybí, stejně tak jako zkušenosti a dovednosti k analýze. Jsou to právě tito investoři, kteří svými aktivitami odchylují kursy akcií výrazně od jejich správné fundamentální vnitřní hodnoty. Odchyly jsou spíše značné než zanedbatelné, a proto také roste riziko na trhu. Rizikově silně averzní sofistikovaní investoři pak na takovémto trhu tlumí své arbitrážní aktivity, což vede k tomu, že vliv „hlučných“ investorů na trhu převáží a kursy akcií se významně odchylují od svých vnitřních hodnot. (Veselá, 2003, s. 33-34)

Tregler (2005) popsal vývoj spekulativních bublin do čtyř fází:

1. Prvotní impuls

Cenová bublina začne zpravidla exogenním šokem, který změní chování a očekávání podstatné části ekonomických subjektů a poskytne zcela nečekané investiční příležitosti. Šoky se různí, může to být například začátek nebo konec války, mimořádně silná nebo slabá úroda, nový vynález úspěšně aplikovaný v praxi nebo politická událost.

2. Silná konjunktura / Úvěrová expanze

Tato fáze je charakteristická značnou úvěrovou expanzí, která zpravidla vede k zadlužování firem a domácností. Na úvěrové expanzi profitují hlavně banky a trh dluhopisů, ale vyskytují se i často nové úvěrové instrumenty a úvěrové instituce.

3. Euforie

Zvyšující se ochota domácností a firem čerpat úvěry na investice a spotřebu zvyšuje také agregátní poptávku až na samou hranu výrobních kapacit ekonomiky. Dochází ke zvyšování cen zboží, komodit, ale i finančních aktiv. Díky novým investicím, firmy zvyšují své zisky, čímž roste i celkový zisk korporátního sektoru, který tímto zvyšuje poptávku po akcích, jejichž ceny rostou do závratných výšin, a umožňují firmám provádět další investice.

4. Kritická fáze / Finanční vyčerpání

Ke konci euforické fáze začíná docházet k výraznému nárůstu úrokových sazeb, kdy se centrální banka snaží zpravidla potlačit objevující se inflační tlaky. Někteří prozíraví účastníci akciového trhu se uchýlí k uzavírání svých pozic, což mezi ostatními investory vzbudí nejistotu. Na vrcholu bubliny je rovnováha mezi těmi, kdo na trh chtějí vstoupit, a těmi, kteří z něj chtějí utéct. Nervózní investoři či spekulanti si začínají uvědomovat, že trh již nemá sílu jít výše, a začnou uzavírat své pozice. Ceny akcií poprvé prudce klesnou.

5. Panika / Znechucení

Nenadálý prudký pokles cen akcií přiměje i širokou investorskou veřejnost, aby se uchýlila k prodeji svých akcií. Cenová bublina tak začne splaskávat. Tento proces může trvat v řádu několika dní, ale i let. Úprk investorů z akcií a dlouhodobých instrumentů k hotovosti vytváří v ekonomice obrovské nároky na likviditu. Tato fáze je běžná pro krach a bankroty bank i obchodníků s cennými papíry, později se začnou objevovat bankroty firem a vyšet-

řují se účetní podvody, a na závěr je typická totální kapitulace drobných investorů a jejich odchod z kapitálového trhu.

Veselá (2003) uvádí tyto nejznámější, nejdiskutovanější a nejtragičtější spekulativní bubliny na trzích, seřazeny chronologicky, nikoliv dle rozsahu a významu:

- **Tulipánové šílenství**, které zasáhlo trh s tulipány v Nizozemí a okolních zemích ve 30. letech 17. století.
- **Jihomořská (tichomořská) bublina**, jež se vytvořila a praskla na akciovém trhu ve Velké Británii na počátku 18. století v souvislosti se společností The South Sea Company (společnost obchodníků z Velké Británie, kteří obchodují na jižních mořích a jiných částech Ameriky, a pro podporu rybolovu), která převzala část britského vládního dluhu výměnou za udělení exkluzivních obchodních privilegií v Jižní Americe a Západní Indii.
- **Velký krach v říjnu 1929** ve Spojených státech Amerických, který odstartoval do té doby nejhlubší a nejdelší hospodářskou krizi, která posléze postihla celý svět. O hloubce krize svědčí i fakt, že vrchol indexu DJIA z října 1929 byl vyrovnán až po 27 letech, a to v roce 1956.
- **Krach 19. října 1987** na NYSE (The New York Stock Exchange), který představuje dosud nejhlubší jednodenní pokles, přičemž index DJIA uvedeného 19. října 1987 poklesl o bezprecedentních 508 bodů, což relativně představovalo 22,6 % jeho hodnoty.
- **Česká bublina z let 1993-94**, která se na znovuobnoveném českém kapitálovém trhu vytvořila v podzimních měsících 1993 a praskla v březnu 1994.
- **Technologická bublina**, jež se vytvořila v závěru 90. let na americkém trhu a praskla na konci března 2000 poté, kdy podniky technologického sektoru, jejichž do té doby nevídaná exploze byla hlavním impulsem pro vznik spekulativní bubliny, která se však netýkala technologického sektoru, zveřejnily hospodářské výsledky za rok 1999, jež nenaplnily přehnaná očekávání investorů, což předznamenalo následné razantní propady nejen na americkém, ale i na mnoha světových akciových trzích.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU POJISTNÉHO TRHU ČR A EU

V této části práce se zaměřím na zobrazení aktuálního stavu evropského a českého pojistného trhu. Zaměřím se především na regulaci těchto trhů, jejich ziskovost, kapitálovou přiměřenost a zaměstnanost. Informace potřebné pro tyto ukazatele získám z dat zveřejněných Českou asociací pojišťoven, která je záštitou českého pojistného sektoru, a dat od Insurance Europe, která sdružuje hlavní evropské asociace pojišťoven. Dalším úkolem bude zjistit, jak je dané odvětví citlivé na hospodářský cyklus a v jakém životním cyklu odvětví se nalézá.

4.1 Česká asociace pojišťoven (ČAP)

V České republice pod sebe sdružuje pojistné subjekty ČAP, která svou činnost zahájila k 1. 1. 1994, je zájmovým sdružením komerčních pojišťoven (má 31 členů) a od roku 1998 je řádným členem Insurance Europe (dříve Evropská pojišťovací a zajišťovací federace CEA). Jejím posláním je koordinace, zastupování, hájení a prosazování společných zájmů pojišťoven ve vztahu k orgánům státní správy a dalším osobám i ve vztahu k zahraničí.

Mezi hlavní úkoly ČAP patří tyto:

- Zpracovávání připomínek k právním předpisům týkajícím se pojištnictví, pojištění nebo jiných zájmů pojišťoven a prosazování nezbytných úprav české i evropské legislativy
- Tvorba nástrojů zábrany škod a pojistných podvodů.
- Sjednocování pravidel a postupů členů v oblasti technické, informační i statistické.
- Tvorba informačního nástroje pro veřejnost a objektivní a srozumitelné informování o vývoji pojistného trhu, pojistných produktech a novinkách.
- Přispívání k odborné informovanosti členů a zabezpečování vzdělávání.
- Tvorba pravidel etického chování v pojištnictví.
- Působení při odstraňování rozporů mezi členy asociace, dbání na nadržování zásad.

(Česká asociace pojišťoven, 2010, 3. 8. 2013)

4.2 Insurance Europe

Insurance Europe je evropská federace pojišťoven a zajišťoven. Prostřednictvím svých 34 členských organizací (národních asociací pojišťoven) reprezentuje všechny druhy pojišťoven a zajišťoven. Insurance Europe, která sídlí v Bruselu, má pod sebou podniky, které tvoří asi 95 % z celkového evropského příjmu z pojistného, a právě proto budu vycházet z dat uvedených touto organizací bez ohledu na země s menším či slabším pojistným trhem. Pojištění významně přispívá k hospodářskému růstu a vývoji v Evropě. Evropské pojišťovny generují příjmy z pojistného ve výši více než 1.100 mld. €, zaměstnávají téměř jeden milion lidí a investují přibližně 8.500 mld. € do ekonomiky.

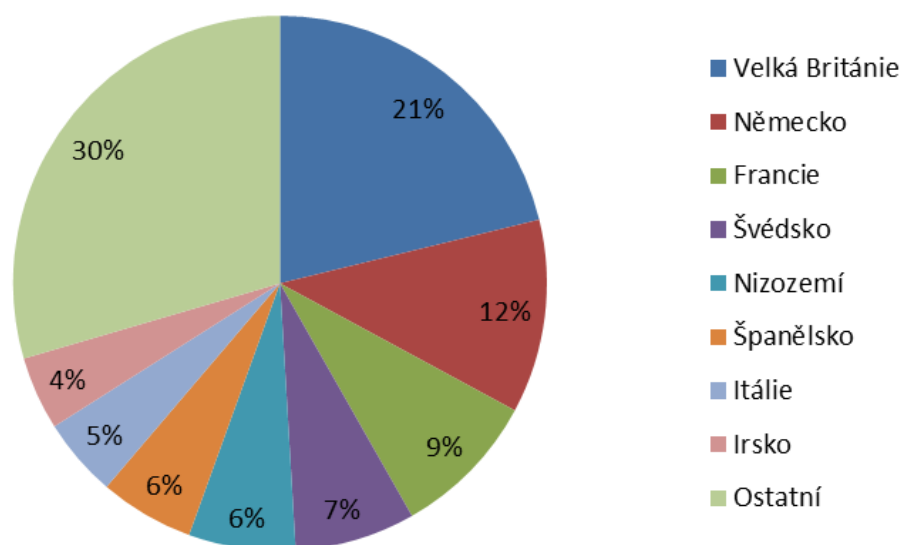
Posláním Insurance Europe jsou:

- Nastínit pozornost na otázky strategického významu udržitelným způsobem všem evropským pojišťovnám a zajišťovnám.
- Zvýšení povědomí o rolích pojišťoven a zajišťoven v poskytování pojistné ochrany a bezpečnosti společnosti, jakožto i o přispívání k hospodářskému růstu a rozvoji.
- Jako odborník a reprezentativní hlas pojišťovnictví je konkurenceschopná a tržně otevřená ve prospěch evropských spotřebitelů, jakož i korporátních klientů.

(Insurance Europe, 2013, 3. 8. 2013)

4.3 Velikost a struktura trhu

Počet společností, které provozovaly pojišťovací činnosti v 33 zemích CEA, vzrostl z asi 5150 v roce 2007 na zhruba 5170 v roce 2008. Tato skutečnost obrací stále klesající počet pojišťoven v posledním desetiletí, který byl vyvolán na konci roku 1990 vlnou fúzí a akvizic v návaznosti na liberalizaci trhu a deregulace procesů prováděných v EU. Růst v roce 2008 je způsoben zejména nárůstem ve Velké Británii, který kompenzuje pokles ve Švédsku a Nizozemí. V ostatních zemích CEA zůstal počet firem víceméně stabilní. Česká republika má se svými 40 pojišťovnami působícími na trhu podíl kolem 1 % z celkového evropského pojistného trhu.



Obr. 4: Podíl subjektů na pojistném trhu v Evropě v roce 2008 (v %) (vlastní zpracování dle CEA Statistics: European Insurance in Figures, 2008)

4.4 Zaměstnanost

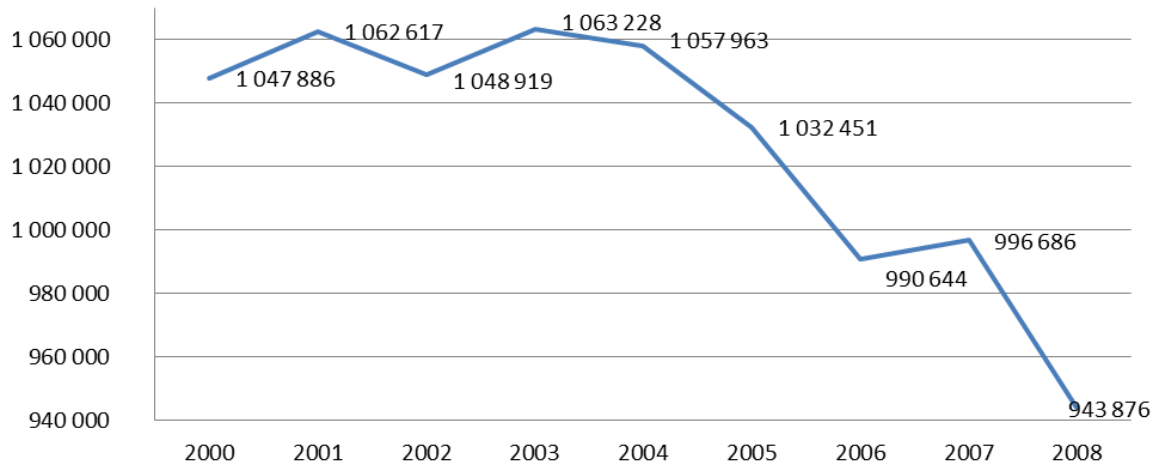
Vývoj zaměstnanosti je zachycen na následující tabulce:

Tab. 3: Vývoj počtu zaměstnanců v CEA v letech 2000 – 2008 (vlastní tvorba podle CEA Statistics: European Insurance in Figures, 4. 8. 2013)

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Počet zaměstnanců (v tis.)	1 048	1 062	1 049	1 063	1 058	1 032	991	997	944
Vývoj zaměstnanosti		1,34%	-1,22%	1,33%	-0,47%	-2,46%	-3,97%	0,61%	-5,32%

Jak můžeme vidět z tabulky, došlo po třech po sobě jdoucích letech poklesu, a to především v důsledku konsolidačního procesu, k nárůstu zaměstnanosti v evropském pojišťovnictví v až v roce 2007, a to přibližně o 600tis. zaměstnanců. Ke zvýšení došlo téměř výhradně v Itálii, kde nový způsob shromažďování údajů vedl k začlenění zaměstnanců jiných podniků řízených pojišťovnami a obchodních zástupců po velké firemní restrukturalizaci. Rok 2008 by měl být do počtu zaměstnanců stabilním rokem, avšak nejsou známa data o zaměstnanosti všech zemí, a proto je výsledný více než 5% pokles zkrslující a nel-

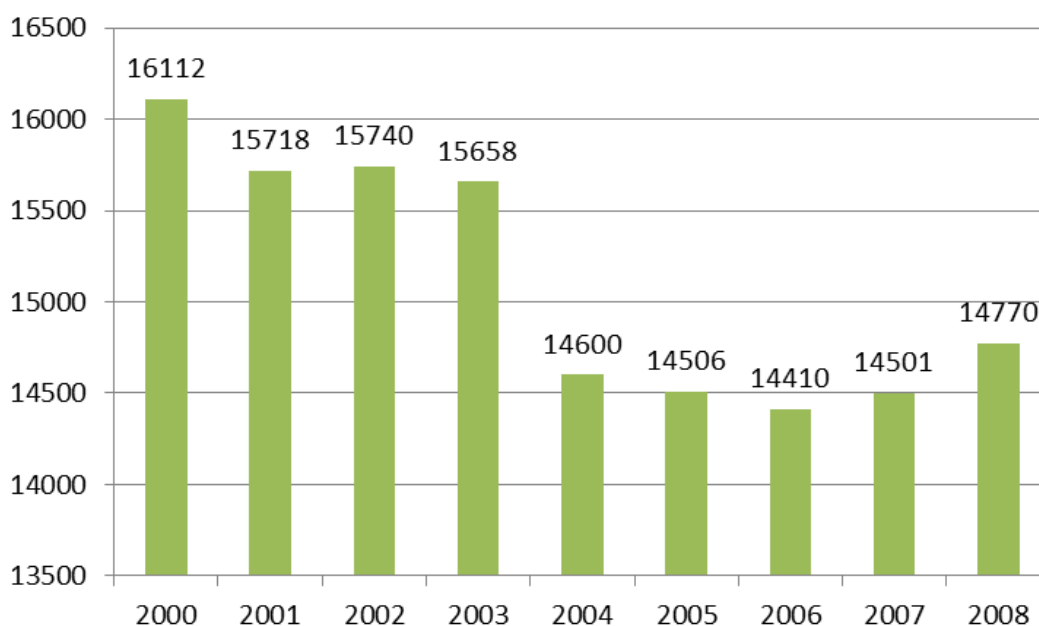
ze jej brát jako relevantní informaci. Pokles v letech 2005 a 2006 se dá vysvětlit nepokoji ve Francii, které kvůli celkové rostoucí nezaměstnanosti a chudobě přistěhovalců převážně z Afriky, vyústily až k demonstracím, snižujících morálku země.



Obr. 5: Vývoj počtu zaměstnanců v pojistném sektoru CEA v letech 2000-2008 (vlastní tvorba podle CEA Statistics: European Insurance in Figures, 4. 8. 2013)

Zaměstnanost v České republice se výrazně změnila v roce 2004 (zhruba pokles o 800 lidí oproti roku 2003), avšak zvýšil se počet zaměstnanců v obchodní službě o 500 lidí. V roce 2004 vstoupila ČR do Evropské unie, a s tím bylo nutné přijmout legislativní změny a přizpůsobit se. Pokles zaměstnanců se dá vysvětlit také zánikem dvou neživotních pojišťoven v roce 2004.

V současnosti je zaměstnaných v sektoru pojišťovnictví zhruba 14tis. lidí, což však není nikterak velká část z celkového počtu zaměstnaných osob v ČR, která činí cca 4,9mil. lidí, avšak zaměstnanost v tomto sektoru je víceméně stabilní.



Obr. 6: Zaměstnanost v pojistném sektoru v ČR v letech 2000-2008 (vlastní zpracování podle CEA Statistics: European Insurance in Figures, 4. 8. 2013)

4.5 Regulace

Důvěryhodnost a stabilita pojišťovnictví jsou jednou ze základních podmínek pro fungování ekonomiky. Tržní mechanismy samy o sobě tuto důvěryhodnost a stabilitu nejsou schopny zajistit, proto je činnost pojišťoven, zajišťoven a pojišťovacích zprostředkovatelů regulována omezujícími a příkazujícími pravidly, a to zejména ve formě právních předpisů upravujících pojišťovací a zajišťovací činnost a pojistné zprostředkování. Dohled nad dodržováním takovýchto pravidel a vyvozování důsledků z jejich porušení se pak nazývá dohled v pojišťovnictví.

4.5.1 Regulace v ČR

V České republice vykonává dohled nad pojišťovnami a zajišťovnami Česká národní banka, která jej vykonává dle zákona o pojišťovnictví v zájmu zachování finanční stability pojišťoven a zajišťoven a ochrany pojistníků, pojištěných a oprávněných osob, čímž se konkrétně myslí:

- podpora zdravého rozvoje, tržní disciplíny a konkurenceschopnosti pojišťoven a zajišťoven,
- předcházení systémovým krizím,
- ochrana pojistníků, pojištěných a oprávněných osob,
- posilování důvěry veřejnosti v pojišťovnictví. (ČNB, 4. 8. 2013)

ČNB je zodpovědná za sekundární legislativu (prováděcí předpisy – vyhlášky)

Za tvorbu primární legislativy (zákonů) zodpovídá **Ministerstvo financí**. Mezi základní zákony upravující pojišťovnictví jsou tyto:

- Zákon č. 277/2009 Sb. o pojišťovnictví
- Zákon č. 37/2004 Sb., o pojistné smlouvě
- Zákon č. 38/2004 Sb., o pojišťovacích zprostředkovatelích a samostatných likvidátorech pojistných událostí
- Zákon č. 168/1999 Sb. o pojištění odpovědnosti za škodu způsobenou provozem vozidla (ČAP, 4. 8. 2013)

4.5.2 Regulace v EU

Dohled nad pojišťovnictvím a zaměstnaneckém penzijním pojištěním v EU provádí **EIOPA** (European Insurance and Occupational Pensions Authority). Od 1. 1. 2011 přebrala EIOPA všechny stávající úkoly od Výboru evropských orgánů dohledu v pojišťovnictví a zaměstnaneckých penzích, stejně jako jí byla přidělena řada nových úkolů, a to usilovat o:

- lepší fungování vnitřního trhu, včetně důkladné, účinné a jednotné úrovně regulace a dohledu,
- zajištění integrity, průhlednosti a účinnosti a řádného fungování finančních trhů,
- posílení koordinace dohledu na mezinárodní úrovni,
- předcházení arbitráži a prosazování rovných podmínek hospodářské soutěže,
- zajištění, aby rizika spojená s pojištěním, zajištěním a zaměstnaneckými penzemi byla vhodně regulována a dohlížena,
- posílení ochrany spotřebitelů. (ČNB, 6. 8. 2013)

Spolu s EIOPA vznikl i evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA – European Securities and Market Authority), který usiluje o prakticky stejné cíle jako EIOPA, přičemž se nezabývá riziky spojenými s pojištěním, ale usiluje o to, aby investování a jiná rizika byla vhodně upravena a podléhala řádnému dohledu, a také působí v oblasti registrace a dohledu nad ratingovými agenturami. (ČNB, 6. 8. 2013)

4.6 Kapitálová přiměřenost

„Kapitálová přiměřenost představuje minimální výši kapitálu, kterou musí banka vzhledem k objemu a rizikovosti svých obchodů udržovat, a názorně ilustruje, jakou část kapitálu vložili do banky sami její vlastníci, aby byla finančně silná, důvěryhodná a stabilní. S vyšší kapitálovou přiměřeností je finanční stabilita banky vyšší a zvyšuje se pravděpodobnost, že banka bude schopná dostát svým závazkům. Hodnota kapitálové přiměřenosti by neměla klesnout pod 8 %.“ (ČNB, 6. 8. 2013)

Pojišťovny jsou taktéž jakožto finanční instituce udržovat určitou úroveň kapitálové přiměřenosti, avšak u nich jsou zpravidla dlouhodobá aktiva kryta dlouhodobými zdroji. Můžou se však naskytnout pojišťovny, které však krom své hlavní činnosti také provádějí aktivity investičního bankovníctví. Příkladem je American International Group, Inc. (AIG), která pojišťovala společnosti proti krachu (a ty zkrachovaly) prostřednictvím tzv. credit-default swaps (pojistky proti bankrotu firem, které vydávaly cenné papíry), hodnota těchto cenných papírů klesla a AIG musela odepsat velkou část jejich hodnoty.

Spolu s kapitálovou přiměřeností se váže připravovaná, zatím odložená, reforma regulace evropského pojišťovnictví, tzv. **Solvency II**, která má tři základní pilíře:

- **Pilíř 1** – finanční požadavky, které budou na pojišťovny kladeny, a vychází z tržního ocenění aktiv a závazků (pravidla pro výpočet technických rezerv, regulatorních kapitálových požadavků a požadavky na investiční politiku pojišťoven).
- **Pilíř 2** – požadavky na kvalitativní aspekt řízení rizik (vyhodnocení rizik a solventnosti z pohledu dlouhodobější obchodní strategie).
- **Pilíř 3** – požadavky na reporting a zveřejňování informací (řízení rizik a kapitálová vybavenost) → posílení tržní disciplíny a transparentnosti. (KPMG CZ, 6. 8. 2013)

Jak můžeme vypočítat z následující tabulky, pojišťovny v české republice nemají problém se solventností. Jak v poskytování životního, tak i neživotního pojištění dosahuje solventnosti více než 3krát vyšší než je požadována. Dle mého názoru nebude s aplikací nových solventních a jiných požadavků na českém pojistném trhu problém.

Tab. 4: Solventnost tuzemských pojišťoven v letech 2010-2012 (v tis. Kč) (ČNB, 6. 8. 2013))

Rok	2010	2011	2012
Neživotní pojištění			
Disponibilní míra solventnosti	36 367 178	37 466 360	40 287 029
Požadovaná míra solventnosti	10 257 509	10 207 389	10 134 401
Životní pojištění			
Disponibilní míra solventnosti	37 032 409	32 485 875	34 894 823
Požadovaná míra solventnosti	10 466 172	10 750 821	11 098 859

4.7 Ziskovost

Tvorba zisku je důležitým faktorem při rozhodování se, zda do společnosti budeme investovat. Pokud společnost tvoří zisk, pak je pravděpodobné, že bude také vyplácet dividendy.

Hospodaření pojišťoven v ČR si ukážeme rozborem finančních výkazů (viz. příloha I, příloha II).

Tab. 5: Zisk/ztráta pojišťoven celkem v ČR v letech 2010-2012 (v tis. Kč) (ČNB)

Rok	2010	2011	2012
Zisk nebo ztráta za účetní období	21 315 526	9 182 524	12 137 247

Ekonomické výsledky pojišťoven jsou z dlouhodobého hlediska stabilní. Bilanční suma vzrostla o 7,7 % a její výše dosáhla necelých 470 mld. Kč. V roce 2012 vykázaly pojišťovny zisk (po zdanění) 12,1 mld. Kč, což představuje meziroční růst o cca 32 %. Hodnota zisku byla ovlivněna úsporami v nákladech a vyššími výnosy z finančního umístění. Na ziskovosti se oproti minulým letem podílel více výsledek technického účtu k neživotnímu pojištění.

Tab. 6: Umístění technických rezerv pojišťoven ČR v letech 2011-2012 (v mld. Kč)
(Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2012, MFČR, 8. 6. 2013)

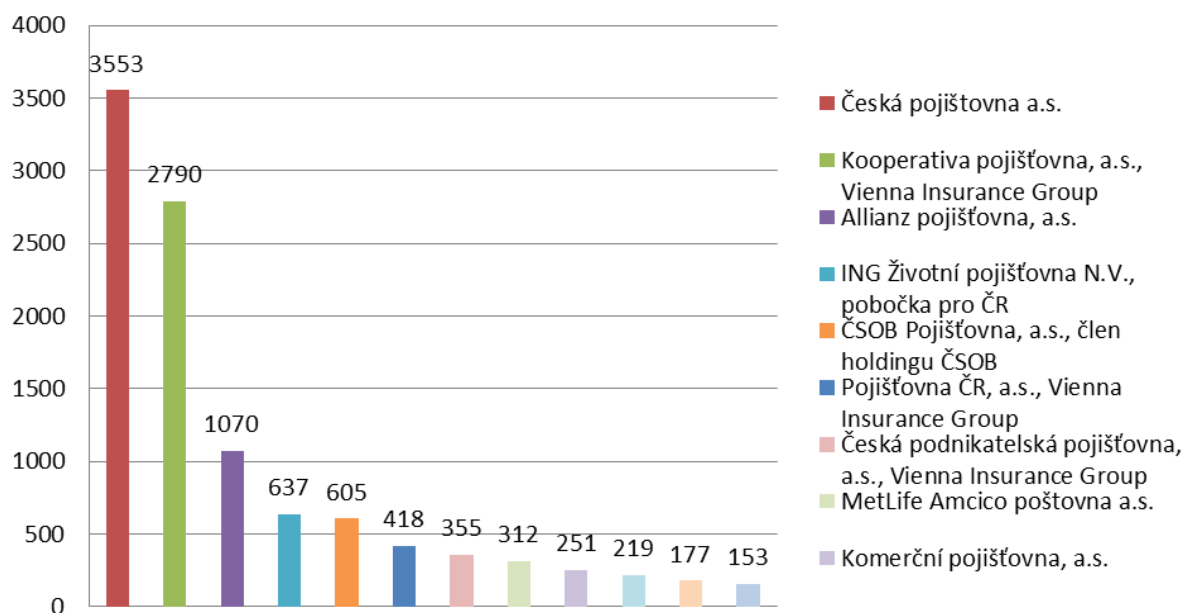
Instrument	2011	2012	Meziroční změna
Dluhové cenné papíry	262	280,1	6,90%
Majetkové cenné papíry	69,6	78,6	13,00%
CP vydané fondem kolektivního investování	35	38,1	8,90%
Půjčky, úvěry a jiné pohledávky	0,6	0,6	1,20%
Ostatní pohledávky	2,3	2,5	9,50%
Směnky	0,3	0,2	-27,10%
Nemovitosti	4,8	4,8	-0,40%
Vklady potvrzené vkladovým certifikátem	23,8	24,4	2,70%
Předměty a díla umělecké kulturní hodnoty	0,3	0,3	9,20%
Pohledávky za zajišťovnami	20,4	18,4	-10,00%
Deriváty	-2,9	-2	-32,60%
Finanční umístění celkem	381,2	407,9	7,00%

Rostoucí hodnota technických rezerv poskytuje předpoklady, že plnění budoucích závazků nebude ohroženo. Objem finančního umístění vzrostl o 7 %. Umístění technických rezerv je v souladu s příslušnými předpisy konzervativní - 69 % je jich umístěno do dluhových cenných papírů a 19 % do majetkových cenných papírů (viz tab. 6).

Technická úroková míra, která představuje zaručený podíl na výnosech z finančního umístění, zůstala po celý rok 2012 na úrovni 2,5 %. Na počátku roku (od 21. 1. 2013) ČNB rozhodla na základě vývoje na finančním trhu o jejím snížení na hodnotu 1,9 %, což se do budoucna zřejmě může promítnout ve snížení atraktivnosti klasických životních pojistek z pohledu instrumentu zhodnocujícího vložené prostředky. Na druhou stranu by uvedené snížení mělo posílit budoucí finanční stabilitu pojišťoven, jelikož sazba na úrovni 2,5 % neodpovídala reálným výnosům, které lze dosahovat při aktuální situaci na finančních trzích.

Hospodaření pojišťoven dále ovlivňuje boj proti pojistným podvodům. V průběhu roku 2012 odhalily pojišťovny podle statistiky ČAP pokusy o podvod v objemu více než 1 mld. Kč, což představuje meziroční nárůst o 27 %. Nejvyšší počet prokázaných případů byl tradičně v pojištění odpovědnosti z provozu vozidel a v havarijním pojištění. Ačkoliv tento ukazatel klesl téměř o pětinu, výše prokázané hodnoty pojistných podvodů přesáhla 371 mil. Kč a byla o 13 % vyšší než v roce 2011. V pojištění osob se prokázalo odhalit pojistné podvody za cca 120 mil. Kč, což představuje meziroční nárůst o 35 %.

Vlivem investic do nového softwarového vybavení, detekčních a analytických systémů, které napomáhají nejzávažnější podvody odhalovat, pojišťovny dosahují vyšší průměrné prokázané hodnoty na jeden odhalený případ. Od ledna 2012 se devět významných pojišťoven zapojilo do Systému výměny informací o podezřelých okolnostech, který napomáhá odhalovat pojistné podvody napříč celým trhem, např. vícenásobné uplatnění stejné škody. Lze předpokládat, že do systému se postupně zapojí i další pojišťovny. (Zpráva o vývoji finančního trhu 2012, MFČR, 6. 8. 2013)

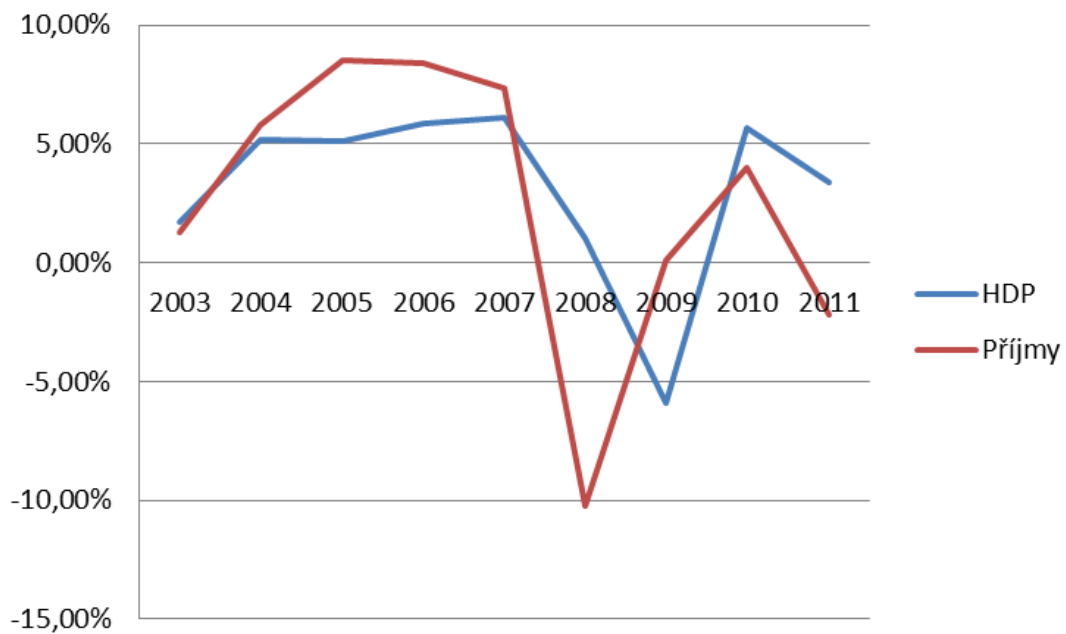


Obr. 7: Hospodářské výsledky pojišťoven v ČR v roce 2011 (vlastní zpracování dle Výroční zpráva 2011, ČAP, 6. 8. 2013)

Co se jednotlivých pojišťoven týče, jejich výše dosažených hospodářských výsledků je znázorněna na výše uvedeném grafu. Nejvyššího hospodářského výsledku dosáhla v roce 2011 Česká pojišťovna, a.s., a to přes 3,5 mld. Kč. Např. Allianz pojišťovna a.s. dosáhla sice zisku pouze přes 1 mld. Kč, avšak je to největší pojišťovna v Evropě a její akcie jsou zajímavé ke spekulacím. V souhrnu se celkový hospodářský výsledek pohybuje v kladných číslech díky hlavním tažným koním, avšak vyskytly se i společnosti, které vykázaly ztrátu, mezi něž patří ze známějších AXA pojišťovna a.s., Wüstenrot pojišťovna a.s., a nejhůře na tom byla Direct pojišťovna se ztrátou zhruba 320 mil. Kč, která již neuzavírá nové pojistné smlouvy a smlouvy stávající nebude prodlužovat, čímž dojde k útlumu a společnost jako taková buď zanikne, nebo se spojí s větší firmou.

4.8 Citlivost na hospodářský cyklus

Abychom byli schopni vyjádřit citlivost odvětví na hospodářský cyklus, bude potřeba získat data o vývoji HDP jednotlivých evropských zemí, které spolu s vývojem celkového příjmu evropských pojišťoven zobrazím do následujícího grafu.



Obr. 8: Vývoj HDP a příjmů pojišťoven v Evropě v letech 2003-2011 (vlastní zpracování dle Eurostat, 12. 8. 2013)

Dle tohoto grafu vyvozují názor, že pojistný sektor je odvětvím cyklickým, protože meziroční změny růstu a poklesu HDP kopírují i tržby společností v daném sektoru. Pokud budeme vycházet z tohoto předpokladu, tak i když je tento sektor relativně stabilní, je možno předpokládat vysoké zvýšení hodnot společností v něm v roce 2014, kdy se údajně předpokládá začínající konjunktura hospodářství, čímž by se měla zvyšovat z dlouhodobého hlediska i hodnota akcií.

4.9 Fáze odvětví

Dle mého názoru se pojistný sektor nachází ve **fázi stabilizace**, protože na trhu je více firem, z nichž si některé drží dominantní postavení a s tím i stabilitu tržeb. Za tohoto předpokladu by bylo patrné, že akciové kursy by měly být méně volatilní a mělo by docházet k jejich růstu, který by však neměl být příliš prudký, spíše mírný. Zda tomu tak je, se dozvíme v jiné části mé práce, kde se zaměřím přímo na vývoj akciových kursů vybraných společností.

5 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA VYBRANÝCH POJIŠŤOVEN

V této části práce se zaměřím na analýzu jednotlivých společností, přičemž stěžejním měřítkem při jejich výběru bude, zda jsou jejich akcie veřejně obchodovatelné a na jakém trhu. Z tohoto důvodu jsem se rozhodl rozšířit svou pozornost na evropský kapitálový trh, protože na BCPP se krom akcí Vienna Insurance Group nenacházejí akcie jakýchkoliv pojišťoven. Z tohoto důvodu se pokusím nahlédnout na ostatní evropské burzy, a to na ty největší jako je Frankfurtská burza s hlavním indexem DAX, a také na Vídeňskou burzu, kde se právě zmiňované akcie VIG obchodují primárně.

Nemám v plánu provádět podrobnou finanční analýzu vybraných společností, protože z pohledu investora se v ní nacházejí ukazatele, jako jsou například ukazatele likvidity, protože sektory bankovníctví a pojišťovnictví jsou považovány za nejlikvidnější z toho hlediska, že nevyrábějí produkty (nemají peníze vázány v zásobách, hotových výrobcích, apod.), ale obchodují s penězi. Ukazatele, které mě budou zajímat, budou zejména rentabilita vlastního a celkového kapitálu, ukazatel P/E, příp. jiné ukazatele sloužící k investičnímu rozhodování na kapitálových trzích.

5.1 Vídeňská burza (Wiener börse)

Historie

Vídeňská burza byla založena roku 1771 císařovnou Marií Terezií. V prvních letech sloužila hlavně jako místo pro obchod s dluhopisy, směnkami a cizími měnami. Obchodování s akciemi na ní započalo až roku 1818. Společně s ekonomickým vzestupem rostl význam burzy a objemy obchodů a v roce 1872 pak došlo ke spojení akciové burzy s nově vzniklou komoditní burzou. V roce 1997 se akciová burza spojila s rakouskou burzou obchodující s futures, čímž vznikla dnešní společnost Wiener Börse AG.

Současnost

Jako každá mezinárodní burza i Vídeňská burza cenných papírů čelí extrémně tvrdé tržní konkurenci prostředí. Hlavně díky státnímu dluhu, krize způsobila velké turbulence na finančním trhu. V tomto prostředí přední index ATX klesl o téměř 45% a tržní kapitalizace a obrat akcií se také snížil. Wiener Börse AG, čili Vídeňská burza natáhla paži na české území a získala 92 procentní podíl v Burze cenných papírů Praha.

Obchodování

Obchodování probíhá pouze v elektronické formě. Většina obchodů probíhá prostřednictvím obchodního systému frankfurtské burzy Xetra, deriváty a warranty jsou pak obchodovány prostřednictvím obchodní platformy OMex.

Od konce roku 2007 se na burze ve Vídni obchoduje s cennými papíry na dvou regulačních trzích akciové burzy – oficiálním trhu a druhém regulovaném trhu (Official Market a Second Regulated Market) a neregulovaném, resp. třetím trhu (Third Market), na tzv. Multilateral Trading Facility (MTF). Na třetí neregulovaný trh mají přístup společnosti, které nesplňují požadavky pro přijetí k obchodování na regulovaném trhu. S komoditami se pak obchoduje na komoditní burze.

S cennými papíry se na WBAG obchoduje v několika segmentech – akciový trh (equity market), dluhopisový trh (bond market), trh s deriváty (derivatives market), trh se strukturovanými produkty (structured products) a trh s ostatními cennými papíry (other securities). Podobně, jako je tomu na pražské burze v segmentu SPAD, i na burze ve Vídni zabezpečují likviditu na oficiálním primárním trhu tvůrci trhu.

Hlavní index: Index ATX

V roce 1991 byl zaveden index ATX, který se dnes řadí mezi nejvýznamnější evropské akciové indexy. Jeho součástí je dvacet největších a nejlikvidnějších titulů obchodovaných na burze. Index ATX vzrostl za rok 2012 o 26,94 %, čímž se pomalu zotavuje z velkého pádu v roce 2009, avšak pětiletá změna indexu je -46,79 %. (Kudrna, 2012, cit. 12. 8. 2013)



Obr. 9: Index ATX za posledních 5 let (Wiener Börse AG)

5.2 Fundamentální analýza Vienna Insurance Group AG

Vienna Insurance Group je mezinárodní pojišťovací skupinou a v současné době zahrnuje 50 pojišťoven ve 24 evropských zemích.

VIG Wiener Versicherung Gruppe byla založena v roce 1824 Georgem Ritterem von Högelmüllerem jako Vzájemná c. k. privilegovaná požární pojišťovna. Během svého více než stoosmdesátiletého působení na trhu se vyvinula v největší rakouskou pojišťovací skupinu, jejíž akcie jsou obchodovány na burzách ve Vídni a v Praze.

VIG, které byl agenturou Standard & Poor's udělen rating A+ (se stabilním výhledem), je nejlépe hodnocenou společností hlavního indexu ATX Vídeňské burzy.

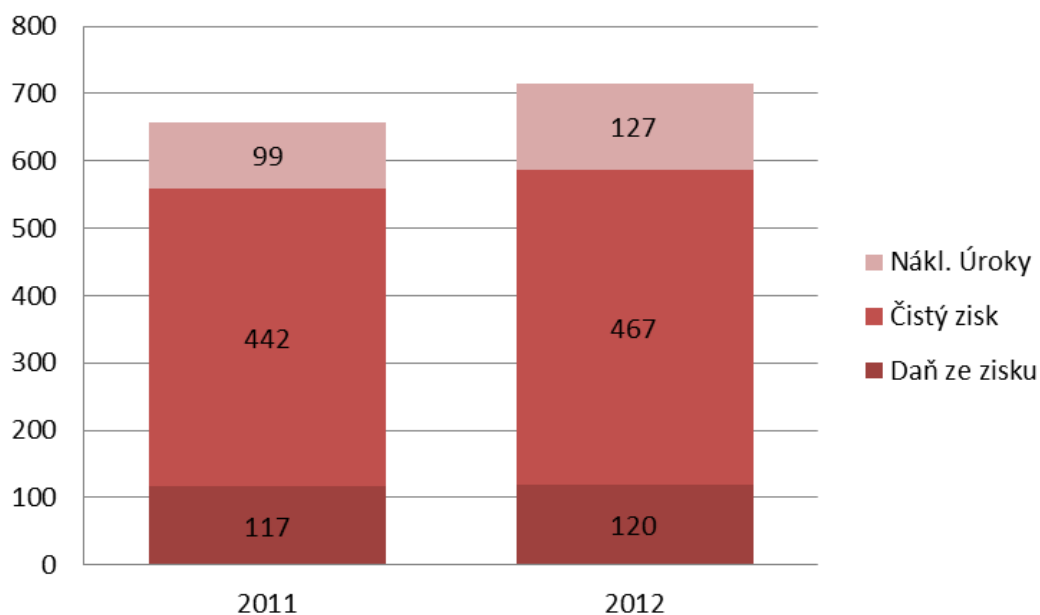
Krom kmenového trhu v Rakousku je Vienna Insurance Group prostřednictvím podílu na pojišťovnách aktivní v Albánii, Bělorusku, Bulharsku, České republice, Černé Hoře, Estonsku, Gruzii, Chorvatsku, Lichtenštejnsku, Litvě, Lotyšsku, Maďarsku, Makedonii, Německu, Polsku, Rumunsku, Rusku, na Slovensku, v Srbsku, Turecku a na Ukrajině. Od roku 2011 je zastoupena také v Bosně a Hercegovině. Kromě toho má pobočky Wiener Städtische Versicherung v Itálii a Slovinsku, jakož i pobočka Donau Versicherung v Itálii.

Mezi dceřiné společnosti Vienna Insurance Group v České republice patří Pojišťovna České spořitelny, a.s., také Kooperativa pojišťovna, a.s., a Česká podnikatelská pojišťovna, a.s. (Finanční skupina VIG, 12. 8. 2013)

5.2.1 Analýza zisku a rentability

Zde se zaměřím na vývoj zisku v posledních dvou letech, abych byl schopen kvantifikovat EBIT a EAT, které budou v dalších krocích potřebnými. Považuji za důležité zmínit, že ve společnosti převažují hlavně cizí zdroje, což se odráží v kapitálové struktuře, kde podíl vlastního na celkovém kapitálu byl v roce 2011 12,7% a v roce 2012 13,59%. Tento fakt se projeví velmi nízkou rentabilitou celkových aktiv a vysokým ukazatelem finanční páky. Data, ze kterých budu čerpat, budou ze zveřejněné konsolidované účetní závěrky.

Vývoj zisku v letech 2011 a 2012 je znázorněn v následujícím grafu. Jak je patrné, došlo ke zvýšení zisku před zdaněním a úroky o 8,51 %, přičemž čistý zisk se zvýšil o 5,66 %. Zvyšování zisku je důležitým faktorem, a proto hodnotím společnost jako dobře hospodařící.



Obr. 10: EBIT VIG v letech 2011-2012 (v mil. €) (vlastní zpracování dle VIG, Annual Financial report 2012, 12. 8. 2013)

Ukazatele rentability ve sledovaných letech dosahují přibližných hodnot, a to za předpokladu neuvažování tvorby rezerv do výsledku hospodaření. Zvýšení EBITu společně se zvýšením bilanční sumy (o 6,45 %) zapříčinilo růst rentability celkových aktiv, která se i tak pohybuje ve velmi nízkých hodnotách. Je tomu kvůli kapitálové struktuře, kde celkový kapitál je více než 7krát vyšší než kapitál vlastní. Naopak rentabilita vlastního kapitálu se snížila, protože čistý zisk se zvýšil o cca 6 %, kdežto hodnota vlastních aktiv se zvýšila o téměř 14 % vlivem nerozděleného zisku minulých let.

Tab. 7: Ukazatele rentability VIG v letech 2011-2012 (vlastní výpočet dle VIG, Annual Finacial report 2012, 12. 8. 2013)

	2011	2012
Rentabilita celkového kapitálu	1,65%	1,69%
Rentabilita vlastního kapitálu	8,75%	8,12%

V následující tabulce je možno vidět, že úroková redukce zisku i finanční páka nabývají ve sledovaných obdobích přibližně stejných hodnot. Jejich součinem jsme získali multiplikátor kapitálu akcionářů, jehož základním pravidlem je, že musí být větší než 1, což je, tedy společnost tvoří hodnotu pro své akcionáře. Zvýšení podílu cizích úročených zdrojů mělo za následek zvýšení úroků o 28 % a tím i snížení úrokové redukce. Ukazatel finanční páky se taktéž snížil o 6,5 % z důsledku zvýšení bilanční sumy relativně méně než zvýšení vlastního kapitálu.

Tab. 8: Multiplikátor VK VIG v letech 2011-2012 (vlastní výpočet dle VIG, Annual Finacial report 2012, 12. 8. 2013)

	2011	2012
EBT / EBIT	0,85	0,82
A / VK	7,88	7,36
Multiplikátor	6,69	6,05

5.2.2 Ukazatele kapitálového trhu

Nejprve se podíváme na ukazatel P/E ratio, který je podílem tržní ceny akcie a zisku na akcii. Dle údajů BCPP tento ukazatel počítat nemusíme, protože je přímo uvedených na jejich webových stránkách.

$$P/E = 13,14$$

Znamená to tedy, že vložené prostředky do nákupu akcie VIG se nám vrátí za něco málo přes 13 let. Hlavní je, že je tento ukazatel kladný, což znamená, že společnost nevykazuje ztrátu, ale to už jsme si ověřili. Jedná se o dvouciferné číslo, a tak nepředpokládám příliš velký růst ceny tohoto aktiva, avšak při zachování rostoucí tendence vlastního kapitálu, a při pravidelné výplatě dividend a jejich zvyšování, považuji z dlouhodobého hlediska investici do tohoto instrumentu relativně bezpečnou.

Na primárním trhu akcií VIG, čímž je vídeňská burza, jsem vybral ukazatele, které nám mohou napomoci přiblížit situaci aktuální akcie na trhu. Není proto nutné složitě počítat vnitřní hodnotu a jiné aspekty akcie, protože jsou veřejně dostupné.

Tab. 9: Vybrané ukazatele akcie VIG (Wiener Börse, 12. 8. 2013)

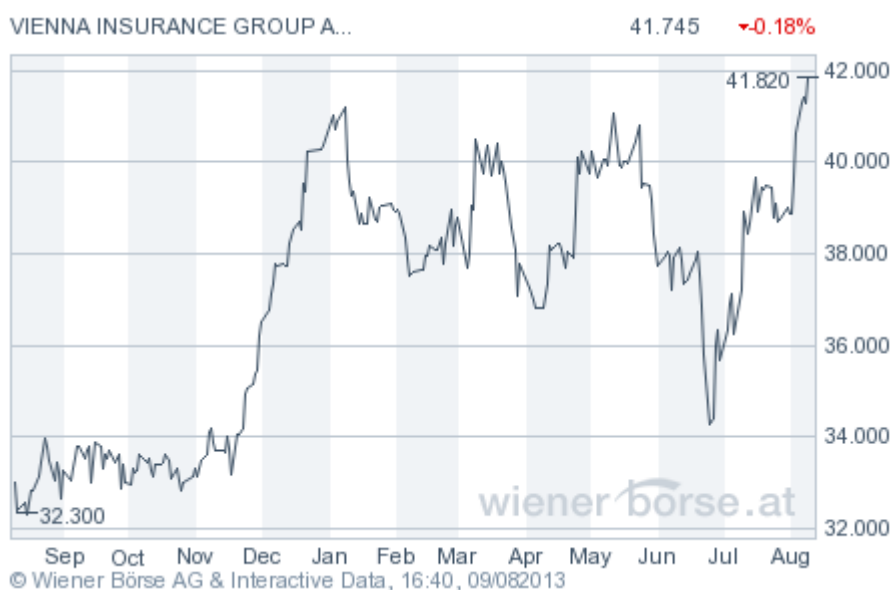
	2011	2012
Price Value ratio	0,776	0,898
PEG	1,2	1,51
Equity ratio	12,70%	13,59%
Earning per share	2,87	3,17
Price/Earnings ratio	10,66	12,737

Není zrovna ideální, že se ukazatel P/E s postupem let zvyšuje. Jeho účinnost jsem vysvětlit výše a jeho stále rostoucí hodnota je pro investora špatným znamením o zpomalení návratnosti při koupi akcie.

Co se týče zisku na akcii, tak ten stále roste. Dle čtvrtletní zprávy pro první čtvrtletí je zisk na akcii ve výši €3,56, čili stále roste, a to při neměnném počtu akcií 128mil. ks znamená kontinuální zvyšování zisku, a to hodnotím velmi pozitivně.

Price Value ratio nám udává tržní cenu akcie v poměru k účetní hodnotě. Jak je zřejmé, tak tržní cena je sledovaném období nižší než účetní hodnota jedné akcie, proto je akcie podhodnocená. K dnešnímu dni jsem tento ukazatel vypočet v hodnotě 0,98, tedy tržní cena se téměř rovná ceně účetní. V porovnání s dosaženým maximem ceny akcie (52 posledních týdnů), které je ve výši €42, nedoporučuji danou akcii nakoupit při stávající ceně €41,745. V aktivech společnosti by se neměl nalézat podhodnocený majetek, protože jejich investiční strategie jsou průběžně monitorovány za dodržování podnikového rizikového controllingu a interního auditu, navíc jsem čerpal z konsolidovaných účetních výkazů společnosti.

PEG ratio je podíl P/E ratia a očekávané míry růstu zisku. Čím nižších hodnot nabývá, tím více se instrument jeví jako podhodnocený. PEG dosahující hodnoty 1 bývá někdy označován jako spravedlivý kompromis mezi hodnotami nákladů a hodnotou růstu, což naznačuje, že akcie je přiměřeně oceněna s ohledem na očekávaný růst, zatímco PEG mezi hodnotami 0-1 dle hrubých analýz zajišťují vyšší výnosy. V našem případě je jeho hodnota vyšší, což má příčinu ve vyšším poměru ceny k zisku na akcii, a taktéž v nižším očekávaném růstu zisku na akcii, který dle mých výpočtů se snížil z 8,88 % na 8,44 %. Změna není příliš radikální, avšak z pohledu investora to není dobrým znamením. Je však nutné brát v ohled, z jakých dat se tento ukazatel počítá (roční nebo pětileté data).



Obr. 11: 52-týdenní vývoj ceny akcie VIG (Zdroj: Wiener Börse AG, 12. 8. 2013)

K dramatickému snížení kursu došlo v květnu tohoto roku, kdy se očekávalo velké plnění pojišťoven kvůli povodním v České republice, Rakousku, Polsku, Slovensku a Maďarsku.

Bloomberg však ujistil, že se odhad dopadu povodní do výsledků skupiny VIG nijak nemění. Většinu z 200mil. povodňových škod totiž stejně jako u podobných katastrof zaplatí zajistitelé. Účet letošních povodní pro VIG přesto bude více než dvojnásobný proti povodním v roce 2002.

Ukazatel Beta se pohybuje ve výši 0,813, což znamená, že se cena akcie pohybuje sice ve shodě s indexem S&P, avšak pomaleji právě v tomto poměru.

5.3 Frankfurtská burza

Frankfurtská burza má dlouhou historii, byla založena už v roce 1585 a její kořeny sahají až do 9. století. Moderní podoba kapitálového trhu - finanční operace, bankovníctví a obchodování na burze se ve Frankfurtu objevily ve 13. století. Svoji silnou pozici ztratila po vyhlášení německého císařství v roce 1871, kdy se obchodování s akciemi přesunulo na burzu v Berlíně a ve Frankfurtu se obchodovalo převážně jen s dluhopisy. Původní pozici získala burza až po druhé světové válce.

Spolu s dalšími evropskými burzami je součástí skupiny Deutsche Börse AG. Investoři mohou kromě klasických cenných papírů jako akcie, dluhopisy a podílové listy investovat i do finančních derivátů. Frankfurtská burza je kombinací prezenčního (parketového) obchodování a obchodování na základě elektronické platformy XETRA. Frankfurtská burza se zaměřuje především na německý trh, přes 90 procenta obratu je právě na německém trhu.

Frankfurtská burza má 450 členů, kterými jsou hlavně banky a obchodníci s cennými papíry, většina z nich působí v elektronickém systému Xetra jako market makeři. Registraci na burze má zhruba **600 společností**

Elektronický trh XETRA

Kromě obchodování s německými akciemi XETRA nabízí obchodování i s akciemi významných evropských a amerických společností. Systém XETRA je velmi likvidní a mohou ho využít nejen profesionální investoři obchodující ve velkém objemu, ale i drobní klienti, kteří obchodují prostřednictvím členů burzy. Trh XETRA má několik segmentů, do

kterých jsou cenné papíry zařazovány podle své kvality, likvidity nebo podle domovské země. Co se týče segmentů, jde především o DAX, MDAX, SMAX, Neuer Markt, TecDAX, XTF a Xetra Stars.

Index DAX

DAX a MDAX jsou nejkvalitnějšími segmenty. Index DAX je hlavním reprezentantem Frankfurtské burzy, používá se od roku 1987. Zahrnuje třicítku největších společností. Jeho startovací hodnota byla 1000, jeho současná hodnota je kolem 8300. Společnosti jsou do indexu vybírány podle tržní kapitalizace a likvidity. Dalším významným indexem Frankfurtské burzy je **MDAX**, který zahrnuje padesátku společností, které jsou ve druhém sledu za společnostmi zahrnutými v indexu DAX. Index **TecDAX** zahrnuje technologické společnosti. (Pospíšilík, 12.8 2013)



Obr. 12: Vývoj indexu DAX za posledních 5 let (Yahoo! Finance, 12. 8. 2013)

Jak můžeme vidět, z dlouhodobého hlediska má index DAX rostoucí charakter, a to růst o 29,36 % za posledních pět let, přičemž růst za posledních 52 týdnů byl 20,07 %.

5.4 Allianz Group

Pojišťovna Allianz Versicherungs AG byla založena v roce 1890 v Berlíně. Zpočátku nabízela klasické a žádané produkty (životní a požární pojištění). Za velice krátkou dobu svého působení se Allianz dokázala zařadit mezi nejznámější pojišťovny na světě. Allianz byla jednou z pojišťoven, které v roce 1906 likvidovaly škody spojené se zemětřesením v San Franciscu i do té doby největší námořní katastrofu, a to potopení Titanicu v roce 1912.

Dnes Allianz nabízí všechny ve světě obvyklé druhy pojištění. Je symbolem tradice, dynamického růstu, profesionality a kapitálové síly. Dobrá znalost místních trhů a orientace na potřeby regionálních zákazníků zajistily Allianz přední pozici mezi pojišťovacími společnostmi v řadě zemí. Významným krokem k posílení pozic Allianz ve světě se stalo její sloučení s AGF, jednou z největších francouzských pojišťoven. Tímto spojením, oficiálně potvrzeným v dubnu 1998, vznikla v té době největší komerční pojišťovna v Evropě a jedna z největších pojišťoven na světě. Allianz je zastoupena prostřednictvím svých vlastních společností, poboček, joint venture a reprezentací ve více než 70 zemích světa a svoje služby poskytuje více než 78 milionům klientů.

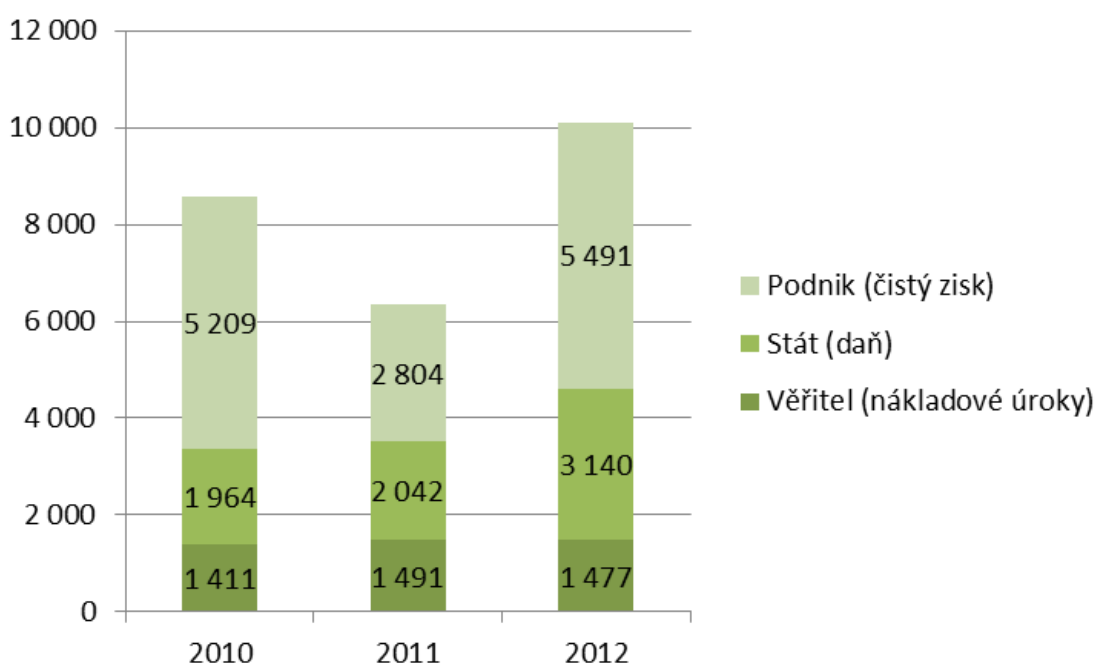
Allianz kromě standardních produktů pojišťuje i pokrokové průmyslové technologie a projekty: největší větrnou elektrárnu na světě v Kalifornii, rakety pro TV satelity Ariane, největší závěsný most na světě Tsing Ma Bridge v Hong Kongu, Eurotunel (kanál La Manche), nejdelší tunel na světě Gothard, jednu z největších budov světa Petronas Towers v Kuala Lumpur v Malajsi, leteckou společnost Lufthansa. Allianz SE poskytuje vysoce kvalitní služby mezinárodního standardu, což dokazuje AA rating firmy Standard & Poor's.

Allianz AG (Aktiengesellschaft – AG) změnila právní formu z akciové společnosti na evropskou společnost a od 16. 10. 2006 používá výhradně obchodní jméno Allianz SE (Societa Europaea – SE). (Allianz, 12. 8. 2013)

5.4.1 Analýza zisku a rentability

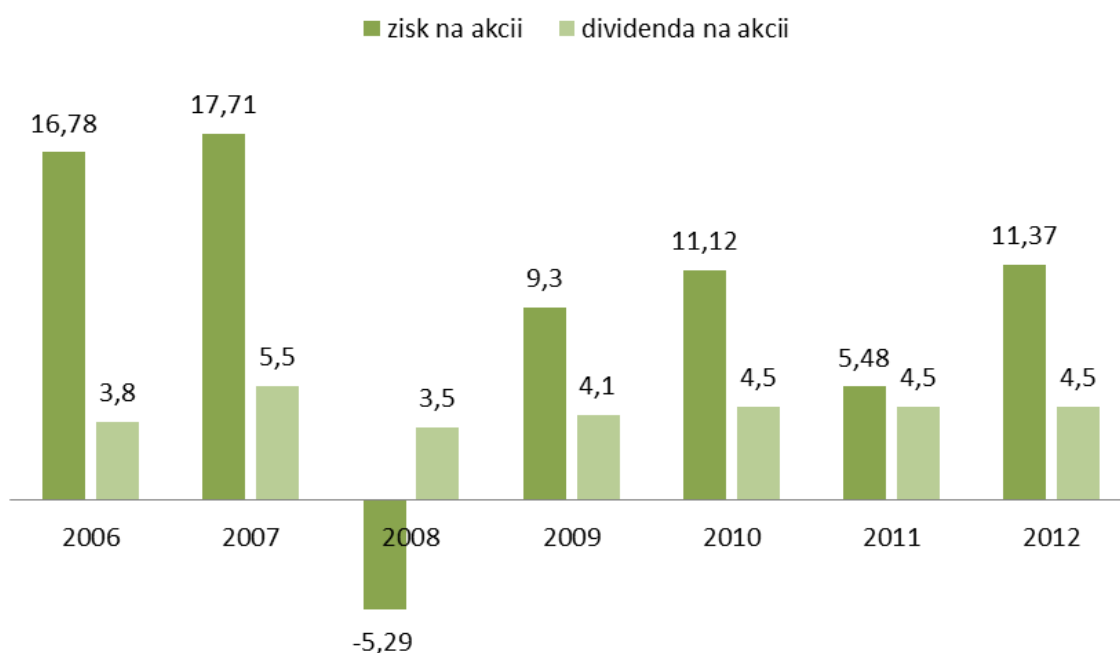
Při analýze výkazů vycházíme z konsolidované rozvahy a konsolidovaného výkazu zisků a ztrát.

Allianz SE vykazuje ve všech sledovaných letech zisk. Jediným rokem, kdy byla společnost ztrátová, byl rok 2008, kdy tuto ztrátu zapříčinila Dresdner Bank, která byla později sloučena s Commerzbank AG v Německu. Nákladové úroky se pohybují ve přibližně stejné výši, z čehož vyplývá, že společnost nezvyšuje podíl úročených cizích zdrojů na celkovém kapitálu společnosti. Čistý podnikový zisk se ve sledovaných letech vyvíjel kolísavě, avšak z objektivního pohledu, rok 2011 nebyl nejlepším hospodářským rokem celkově.



Obr. 13: EBIT Allianz SE v letech 2010-2012 (v mil. €) (Vlastní zpracování dle Allianz Group Annual report 2012)

Jak je vidno z následujícího grafu, Allianz SE vyplácí každý rok dividendy, a to i když se nachází ve ztrátě, která jak jsem již zmínil, byla v roce 2008. Nutno zdůraznit, že od doby hospodářské krize v roce 2007 se společnosti co se zisku týče, daří poměrně slušně, i když v roce 2011 došlo k výraznému snížení. Toto však nepostihlo výplatu dividend, které se už třetím rokem drží na ceně €4,5 / akcie. V současnosti je však očekávaná výše dividendy €4,15, což není dobrým signálem.



Obr. 14: Vývoj zisku a dividendy na akcii Allianz SE v letech 2006-2012 (v €)
(Vlastní zpracování dle Allianz Group Annual report 2012)

Jak můžeme vidět, rentabilita celkového kapitálu je na velmi nízké úrovni, neboli v roce 2012 1 euro celkového kapitálu, vydělalo 1,46 eur zisku. Toto je však odraženo opět kapitálovou strukturou, kdy poměr vlastního k celkovému kapitálu je přibližně jenom 8 %, a to se také odráží na ukazateli finanční páky. Je tedy pozitivním jevem rostoucí trend rentability, i když je v tam nízké hodnotě. Rentabilita vlastního kapitálu taktéž vykazuje rostoucí tendenci, a to díky téměř dvojnásobnému růstu čistého zisku.

Multiplikátor vlastního jmění akcionářů nám ukazuje, že podnik pro své akcionáře vydělává, protože jeho hodnota je vyšší než 1, a zároveň má rostoucí tendenci, což je dobrým znamením. I když došlo ke snížení finanční páky, která je velmi vysoká z důvodu, který jsem již uvedl, dostatečné zvýšení zisku před zdaněním, při jinak víceméně neměnných cizích úročených zdrojích a z nich placených úroků, mělo za následek zvýšení úrokové redukce zisku, a tím i celého multiplikátoru.

Tab. 10: Rentabilita kapitálu Allianz SE v letech 2011-2012 (Vlastní výpočet dle Allianz Group Annual report 2012, 12. 8. 2013)

	2011	2012
Rentabilita vlastního kapitálu	5,93%	9,77%
Rentabilita celkového kapitálu	0,99%	1,46%
EBT/EBIT	0,76	0,85
A/VK	13,58	12,36
Multiplikátor	10,38	10,55

5.4.2 Ukazatele kapitálového trhu

Nejdůležitější ukazatel kapitálového trhu mnou zkoumané akcie společnosti Allianz SE jsem shrnul do následující tabulky. Jaké však mají tyto ukazatele vypovídací hodnoty? Na to se zaměřím následně.

Tab. 11: Ukazatele kapitálového trhu Allianz SE k 5. 8. 2013 (Zdroj: Reuters.com, 12. 8. 2013)

	Allianz	Sector
P/E Ratio	9,29	16,7
P/E High - Last 5 Yrs.	13,48	31,51
P/E Low - Last 5 Yrs.	8	15,89
Price to Sales	0,53	6,96
Beta	1,32	1,33
Price to Book	1,13	2,51
Payout Ratio	34,81	17,69

Price / Earning Ratio dosahuje hodnoty o poznání nižší než je průměr odvětví, což je velmi dobré, ale nás spíše zajímá, jestli se tento ukazatel postupem času mění a jakým směrem.

Nejvyšší jeho hodnota byla v posledních pěti letech 13,48 a nejnižší 8, přičemž vývoj jsem vypočítal a znázornil do této tabulky:

Tab. 12: P/E Ratio Allianz SE v letech 2006-2012 (Vlastní výpočet)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Zisk na akcii	16,78	17,71	-5,29	9,3	11,12	5,48	11,37
Tržní cena akcie	154,76	147,95	75	87,15	88,93	73,91	104,8
P/E Ratio	9,22	8,35	x	9,37	8,00	13,49	9,22

Skutečně jsme si ověřili data dle webu Reuters.com, kdy nejnižší (a tedy nejpříhodnější) hodnoty byl ukazatel P/E v roce 2010 a nejvyšší v roce 2011. Ukazatel se nyní nachází na stejné úrovni jako před šesti lety, avšak z hlediska ustávající finanční krize a předpokládanému oživení celosvětového trhu, se domnívám, že již bude nabývat nižších hodnot v následujících letech.

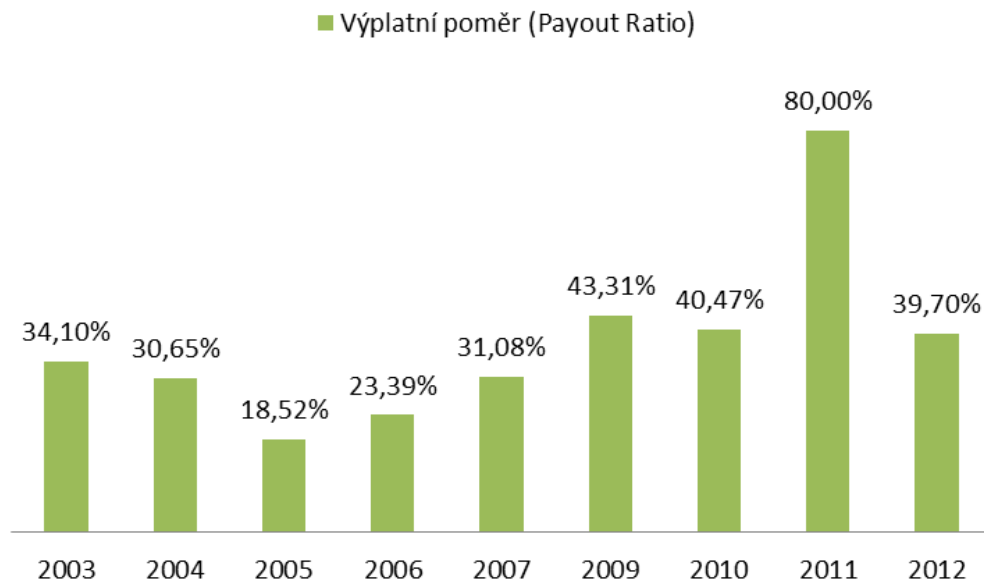
Price to Sales je zajímavým ukazatelem, který dává do poměru cenu akcie a tržby na akcii. Společnosti s nízkou hodnotou tohoto ukazatele mají předpoklady k velkému růstu cen svých akcií, obzvláště pokud je hodnota nižší než 1. U námi zvolené akcie je tato hodnota 0,53, která je oproti průměru odvětví 6,96, jasným signálem dobré růstové příležitosti.

Beta koeficient je vyšší než 1, konkrétně 1,32 (což odpovídá i koeficientu odvětví). Znamená to tedy, že cena akcií se mění rychleji než index S&P 500, a to je důležité, a hlavně pozitivní a podporuje to rozhodnutí ke koupi akcie.

Price to Book value je ve výši 1,13, z čehož usuzuji, že je akcie nahodnocena, protože tržní hodnota je vyšší než ta účetní, avšak stále je tato hodnota poloviční oproti hodnotě odvětví. Jak již víme, společnost se řídí standardy IFRS a má majetek oceněn reálnými cenami, a tudíž zde není prostor pro to, aby účetní hodnota neodpovídala reálnému ocenění.

Payout Ratio, neboli výplatní poměr, je ve výši 34,81 %, což je podíl z čistého zisku, který společnost vyplácí svým akcionářům. Tento poměr se obvykle pohybuje okolo 15-30%, avšak pro nás je důležité, že není 0 (tedy společnost vyplácí dividendy), a že je 2x vyšší než je výplatní poměr odvětví. Výplatní poměr jsem v posledních letech vypočítal a graficky

zaznamenal dle dat boerse-frankfurt.de, kde jak můžeme vidět, byly dividendy vypláceny v každém roce, i v roce 2008 (který byl však ztrátový a tak v grafu není uveden), a to dokonce v roce 2011 ve výši 80% z celkového čistého zisku.



Obr. 15: Výplatní poměr Allianz SE v letech 2003-2012 (Vlastní výpočet, zdroj dat: Börse Frankfurt, 12. 8. 2013)

6 INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ

V této části práce se zaměřím na výběr vhodné investiční strategie, která se hodí pro obchodování s akciami, výběr brokera, který mi nákup akcií umožní, resp. zprostředkuje, a na rozšíření investičního portfolia o další tituly z evropského akciového trhu.

6.1 Volba investiční strategie

Jedno ze základních pravidel dobrého investora je tvorba investiční strategie. Investiční strategii je možno definovat jako soubor pravidel, chování, procesů a metod, které pomohou aktivnímu investorovi efektivně vybrat investiční instrumenty. Jakou konkrétní investiční strategii zvolit potom závisí zejména na požadované výnosnosti při určité míře rizika, kterou je investor ochoten akceptovat. Pasivní strategie typu „kup a drž“ jsou vyznačovány nižšími očekávanými výnosy, nižšími riziky a minimalizací transakčních nákladů, jako jsou např. poplatky za obchodování. Naproti tomu aktivní investiční strategie se zaměřují na výběr a načasování investice za účelem dosažení maximálního výnosu. Aktivní strategie mohou být jak dlouhodobé, tak i krátkodobé (denní obchodování).

Nelze však brát se samozřejmostí úspěch (i když správně) vybrané strategie. I sebelepší strategie může v určitém okamžiku selhat, avšak dosahování zisků bez jakékoliv strategie často přináší ještě horší výsledky. Při výběru vhodného investičního instrumentu je brána v úvahu celá řada různých kritérií, které mají odlišné váhy. Mnoho kritérií je kvalitativní povahy, takže je téměř nemožné jejich vliv na investici změřit. Navíc trhy bývají často pod vlivem emocí a sentimentů investorů a akcie tak nereflektují fundamentální faktory. (Patria.cz, 12. 8. 2013)

Pro obchodování s akciami jsem si vybral strategii „kup a drž“. Dle fundamentálních ukazatelů totiž soudím, že akcie vybraných společností mají růstový potenciál. Navíc jsou u nich každoročně vypláceny dividendy, a to i ve ztrátových letech, které byly však pouze v roce 2008, který byl ztrátovým pro drtivou většinu společností.

6.2 Výběr brokera

Broker je dle Finančník.cz (12. 8. 2013) ten, kdo má oprávnění pro nás nakupovat a prodávat komodity, akcie apod. Za tuto službu si účtuje patřičný poplatek, který si účtuje většinou za kompletně provedený obchod (vstup do pozice i výstup z pozice) – tzv. round turn, který může být účtován i na dvě části (polovina poplatku při vstupu do trhu a polovina při výstupu).

Pro srovnání jsem vybral čtyři brokery, kteří nabízejí obchodování právě na těch trzích, které požadují. Vybíral jsem úmyslně z českých brokerů kvůli snadnější orientaci v softwaru, navíc při vedení účtu je také možnost kdykoliv se na cokoliv zeptat zkušeným pracovníků daného brokerského domu, což by v anglickém nebo nedejbože německém jazyce bylo pro mě problém.

Tab. 13: Srovnání vybraných brokerů v ČR (vlastní zpracování dle webových stránek Patria Direct, XTB, Fio, Saxo Bank, 12. 8. 2013)

Broker	Minimální vklad	Poplatek za obchod	
		BCPP	Evropské burzy
Patria Direct	0	0,45 % (min. 80 CZK)	16,90 EUR
X-Trade Brokers	10 000 CZK	0,25 % (min. 300 CZK)	0,08 % (min. 8 EUR)
Fio	Neuvádí	0,35 % (min. 40 CZK /max. 1 190 CZK)	0,15 % (min. 9,95 EUR)
Saxo Bank	10 000 USD	0,28 % (min. 500 CZK)	0,1 % (min. 12 EUR)

Vybrané brokerské společnosti jsem porovnával z hlediska minimálního vkladu a poplatků na BCPP a burzách v Evropě, protože na těchto trzích se nacházejí mnou analyzované akcie, případně další akcie budu vybírat právě na trhu evropském.

Prvním hodnoceným brokerským domem je Patria Direct, kde při zakládání účtu není žádný minimální vklad, avšak má nejvyšší obchodní poplatky na obou burzách. Poskytují sice měnové konverze zdarma, ale neuvádí dle jakého kursu. Také na svých webových stránkách hlásají nulové poplatky za vedení účtu, čemuž se nedivím, protože při ostatních poplatcích jaké mají, si investor i tak hrábne hluboko do kapsy.

XTB je mi nejbližší, a to z důvodu, že jsem již měl zkušenost s tímto účtem (ve formě DEMO verze), který je přehledný a dobře se s ním pracuje. Problémem však je, že nenabízí obchodování s akciemi, ale pouze z CFD akciemi, což jsou derivátové produkty. CFD (Contracts for Difference – kontrakty na vyrovnání rozdílů) nabízí obchodování dlouhých i krátkých pozic s pákou, tedy možnost obchodovat na růst či pokles ceny na různých finančních instrumentech. Pákový efekt znamená, že investor může otevírat pozice až o desetinásobně vyšší hodnotě, než je velikost investovaných prostředků. Minimální vklad 10 000 CZK je pro běžného investora optimální částkou, i když dle mého, pokud chce něco vydělat, musí zainvestovat alespoň desetkrát tolik. Poplatky za obchod jsou zde přijatelné, dokonce nejnižší při obchodování na evropských trzích.

Fio Banka k otevření brokerského účtu uvádí, že musí mít člověk založen v bance i běžný účet, přičemž neuvádí minimální vklad. Poplatky má o něco vyšší, avšak oproti ostatním společnostem, které tento údaj alespoň neuvádí, je poplatek na BCPP omezen horní hranicí.

Saxo Bank má nejvyšší požadovaný minimální vklad, a to 10 000 USD. Poplatky za obchodování na evropských burzách jsou sice pouhé 0,1 %, ale v porovnání s realizovaným objemem, bychom museli nakoupit akcie za alespoň 12 000 EUR, aby poplatek ve výši 12 EUR byl adekvátní. Pro menší nákupy se proto spokojím s obchodní platformou Fio Banky, která má poplatek za obchodování méně, konkrétně 9,95 EUR.

Pro své obchody jsem chtěl použít demo účtu, protože nedisponuji volnými peněžními prostředky, avšak demo účet Fio Banky není pro mé operace dostačující, protože se dá pouze zobrazovat (ne obchodovat) BCPP a jiné burzy nejdou ani zobrazit. U Saxo Banky nastal problém s přihlášením do demo účtu, a tak všechny své nákupy provedu přes XTB Demo účet, kde mě však překvapila nová platforma xStation 3.0, která se liší od klasické MetaTrader 4 uživatelským rozhraním přímo v prohlížeči (déle načítá). Po přihlášení do Demo účtu XTB jsem ale zjistil, že se objem obchodovatelných akcií CFD je omezený, a žádný z mnou analyzovaných titulů nemohu zobchodovat, a z toho důvodu nebude názorný příklad investování součástí této práce.

6.3 Fundamentální kritéria investování

Krom již analyzovaných akcií, se dále zaměřím na akcie pojistného sektoru, které mají potenciál dalšího růstu a budou bezpečnou investicí, což je hlavním kritériem investiční strategie „kup a drž“. Nejjednodušší by bylo použít tzv. „stock screener“, což je fundamentální obchodní systém, který na základě předem definovaných fundamentálních kritérií jako je P/E, P/B, ROE apod. vytřídí potencionální kandidáty pro výběr do portfolia. Je to tedy systém, který vybírá akcie na základě předem definovaných fundamentálních kritérií. Já použiji stockscreener od Reuters.com s těmito kritérii:

- P/E < 15
- Růst EPS (za posledních 5 let) > 15 %
- Obor podnikání – pojišťovnictví
- Rozsah zemí – celá Evropa

Na základě zvolených kritérií mi vyjelo více společností, které je splňují, avšak některé z nich měly tak nízké hodnoty akcií, že jsem je vyřadil. Jiné zase měly nízké hodnoty rentability, a tak jsem pro další zkoumání vybral pouze akcie těchto společností:

- Prudential plc
- American Independence Corp
- Ageas SA

6.4 Rozšíření portfolia

V této části podrobím fundamentálním kritériím vybrané společnosti evropského pojistného trhu. Jelikož jsem odfiltroval růstově nezajímavé podniky, ty které nyní rozeberu, by měly investiční portfolio doplnit a více zhodnotit.

6.4.1 Prudential plc

Prudential plc je britská nadnárodní společnost, zabývající se životním pojištěním a finančními službami, která má sídlo v Londýně. Byla založena v květnu 1848 jako The Prudential Mutual Assurance Investment and Loan Association, aby poskytovala úvěry pracujícím lidem.

Její největší pobočka je v Asii, kde má více než 15 milionů zákazníků na 12 asijských trzích, a patří mezi top 3 poskytovatele životního pojištění v Hong Kongu, Indii, Indonésii, Malaysii, Singapuru, Filipínách a ve Vietnamu. Firemní pobočka ve Velké Británii má okolo sedmi milionů zákazníků a je zde předním poskytovatelem životního pojištění a důchodů. Společnost také vlastní Jackson National Life Insurance Company, která je jedním z největších poskytovatelů životního pojištění ve Spojených státech amerických.

Prudential je primárně kótována na Londýnské burze a je také složkou indexu FTSE 100. Se svou tržní kapitalizací 159 mld. GBP se stala v roce 2011 25. největší společností na Londýnské burze cenných papírů. Společnost má sekundární kotace na Hongkongské burze, New Yorkské burze a burze v Singapuru. (Prudential, 12. 8. 2013)

Přehled akcie:

Primární trh: Londýnská burza (LSE)

Tržní kapitalizace: 30 302 mil. GBP

Akcí v oběhu: 2 559 290 000 ks

Dividenda: 20,79 GBP / akcie



Obr. 16: Pětiletý vývoj akcie Prudential (LSE) (Yahoo! Finance, 12. 8. 2013)

Hodnota akcie vzrostla za pět let o celkem 112 %, a myslím si, že stále poroste. Dle zpráv Reuters.com, Prudential hodlá odkoupit mnohem více podniku v Asii pro posílení svého postavení.

Fundamentální data:

Tab. 14: Fundamentální data společnosti Prudential plc (vlastní zpracování dle Reuters.com, 12. 8. 2013)

	Prudential	Sector
Valuation Ratios		
P/E Ratio	13,71	16,7
P/E High - Last 5 Yrs.	23,24	31,51
P/E Low - Last 5 Yrs.	10,02	15,89
Price to Sales	0,55	6,96
Beta	1,7	1,33
Price to Book	2,92	2,51
Dividends (%)		
Dividend yield	2,47	2,36
Dividend 5 Year Growth Rate	10,15	6,56
Payout Ratio	34	17,69
Management Effectiveness (%)		
ROA	0,75	3,34
ROE	23,22	23,59

Do výše uvedené tabulky jsem shrnul nejdůležitější fundamentální data, která mi napomohou se rozhodnout, zda je daná akcie vhodná ke koupi a zda má nějaký růstový potenciál.

Jak je vidno, P/S ukazatel je nižší než 1, konkrétně 0,55, takže můžeme očekávat budoucí růst ceny akcie, přičemž v porovnání s odvětvím se jedná o přední společnost s vysokou pravděpodobností růstu.

P/E ratio je o něco nižší než v pojistném sektoru, avšak vlezlo se pod uvedenou hranici o hodnotě 15, krom toho je blíže pětiletému minimu, a tak předpokládám, že dále bude klesat.

Koeficient beta ukazuje jak rychleji rostou ceny akcií než index S&P 500, a to 1,7krát rychleji, což je velmi pozitivní.

P/B ukazatel je ve výši 2,47, a to je špatné, protože hodnota by nejlépe měla být pod hodnotou 1 nebo menší. Avšak z hlediska růstového potenciálu firmy se tato hodnota může v následujícím období zmenšit. Je to vlastně jediná hodnota z fundamentálních ukazatelů této akcie, která se jeví jako negativní.

Co se dividend týče, tak ty jsou vypláceny ve výši 2,47 GBP / akcie, což je mírně nad průměrem odvětví. Také pětiletý růst dividend je v kladných číslech (10,15 %), a výplatní poměr je oproti odvětví dvojnásobný, a to 34 % (což je stejný výplatní poměr jako u akcií Allianz SE, pravděpodobně jsem narazil na velikána v oblasti pojišťovnictví na britském trhu).

Rentabilita celkového kapitálu je velmi nízká, pouhých 0,75 %, ale podle předchozích analýz společností Allianz SE a Vienna Insurance Group mám za to, že z hlediska již zmiňované kapitálové struktury, tento typ společností nedosahuje příliš velkých hodnot tohoto ukazatele. Za důležitější z hlediska akcionářů považuji rentabilitu vlastního kapitálu, která je přibližná hodnotě odvětví, a to konkrétně 23,22 %, a to je velmi příznivé.

6.4.2 American Independence Corp.

American Independence Corp. (AMIC) je holdingová společnost, která se zabývá převážně zdravotním pojištěním a zajištěním. Poskytuje specializované zdravotní pojištění a s ním související služby pro komerční zákazníky a jednotlivce. Společnost se zaměřuje na zdravotnické produkty a je stoprocentní dceřinou společností Independence American Insurance Company. AMIC se zaměřuje na širokou škálu podnikání, které zahrnuje lékařské služby pro jednotlivce a rodiny, pojištění domácích mazlíčků apod. (Reuters.com, 12. 8. 2013)

Přehled akcie:

Primární trh:	NASDAQ
Sekundární trh:	Frankfurtská burza (FSE)
Tržní kapitalizace:	64,74 mil. USD
Akcí v oběhu:	8 070 000 ks
Dividenda:	-- USD / akcie



Obr. 17: Pětiletý vývoj kursu akcie AMIC (Finance! Yahoo, 12. 8. 2013)

Akcie v horizontu pěti let stoupla na hodnotě o 32,19 %, avšak jak je z grafu zřejmé, v roce 2009 byla stáhnutá z oběhu a vydána nová emise po roce s novou tržní hodnotou. Akcie sice vykazuje rostoucí tendenci, ale z mého pohledu má příliš nízkou tržní cenu, a bylo proto lepší jí nakoupit ve větším množství.

Fundamentální ukazatele:

P/E Ratio je zatím nejnižší ze všech analyzovaných společností, čili návratnost investice je nejkratší, a to 7,23 let.

P/S je opět menší než 1 → výnosy z akcií porostou.

Koeficient beta je 0,6, a to není dobré, protože cena neroste stejným tempem jako index S&P.

P/B Ratio dosahuje hodnoty 0,63, která udává tržní hodnotu nižší než je účetní, a tak předpokládám její růst.

Dividendy společnost nevyplácí žádné, i když tržby se oproti minulému období za posledních dvanáct měsíců zvýšily o 30 %, a společnost také vykazuje zisk.

Tab. 15: Vybrané fundamentální ukazatele AMIC (Vlastní zpracování dle Reuters.com. 12. 8. 2013)

	AMIC	Sector
Valuation Ratios		
P/E Ratio	7,23	16,7
P/E High - Last 5 Yrs.	22,32	31,51
P/E Low - Last 5 Yrs.	4,31	15,89
Price to Sales	0,56	6,96
Beta	0,6	1,33
Price to Book	0,63	2,51
Dividends (%)		
Dividend yield	x	2,36
Dividend 5 Year Growth Rate	x	1,91
Payout Ratio	x	17,69
Management Effectiveness (%)		
ROA	6,62	3,34
ROE	9,25	23,59

Pro mě osobně tyto akcie zajímavé nejsou, a to hlavně z toho důvodu, že zde nejsou vypláceny žádné dividendy. Price to Sales ukazatel mě sice nabízí rychlý růst ceny akcie, ale ten předpokládám v řádu několika let, nebo i desítek let. Vzhledem k nízké ceně akcie bych musel nakoupit velké množství cenných papírů a doufat, že společnost se bude vyvíjet rychleji, než doposud. Jako doplněk portfolia je možno zařadit, i když s absencí dividend, by se spíše hodily pro intradenní obchod.

6.4.3 Ageas SA

Ageas SA, dříve známá Fortis NV, se sídlem v Belgii, je globálně založenou pojišťovnou. Společnost operuje skrze dva obchodní segmenty, životní a neživotní pojištění. Obchod ohledně životního pojištění zahrnuje rizika spojená s životem a smrtí jednotlivců, jako i investiční smlouvy s prvky dobrovolné účasti. Neživotní pojišťovnictví zahrnuje čtyři oblasti podnikání: pojištění při vzniku nehody, pojištění vozidel, pojištění proti ohni a jiným škodám na majetku, které pokrývají rizika majetkových ztrát nebo pojistných závazků. Společnost působí prostřednictvím partnerů v Belgii, Velké Británii, Lucembursku, Itálii, Portugalsku, Turecku, Číně, Malajsii, Indii a Thajsku a má pobočky ve Francii, Německu, Hong Kongu a Spojeném království. (Reuters.com, 12. 8. 2013)

Přehled akcie:

Primární trh:	Bruselská burza
Tržní kapitalizace:	7 589 mil. EUR
Akcí v oběhu:	243 120 000 ks
Dividenda:	1,00 EUR / akcie



Obr. 18: Pětiletý vývoj ceny akcie Ageas SA (Yahoo! Finance, 12. 8. 2013)

Jak je možno vidět z výše uvedeného grafu, cena akcie Aegas SA šla v období krize rapidně dolů. Toto bylo způsobeno rozpadem finanční skupiny Fortis, která nezkrachovala jen díky zásahům belgické, lucemburské a nizozemské vlády, které poskytly bance Fortis finanční injekci ve výši 11,2 mld. EUR. Aegas SA však v současnosti je na dobré cestě ke zvyšování tržní ceny akcie. Letos měla společnost větší zisk než se očekávalo, kvůli silné činnosti tuzemské pojišťovny. Stalo se tak poté, co vedení firmy oznámilo, že bude probíhat zpětný odkup akcií (stock buyback) ve výši 200 mil. EUR, který bude probíhat od 12. srpna 2013 do 5. srpna 2014, a který má za úkol snížit dostupnost akcií na trhu a vytvořit tak podmínky pro růst jejich hodnoty a tím i zvýšení hodnoty celé firmy.

Fundamentální data:

Krom rentability vlastního kapitálu se všechny hodnoty obracejí k názoru, že daná akcie je vhodná pro koupi. P/E Ratio je nižší než v odvětví, a to dokonce více než dvakrát, a jeho nejvyšší hodnota byla sice 19, avšak v uplynulých pěti letech toho společnost hodně zažila, a proto pětileté průměry v této situaci jsou velmi zaujaté.

Dalším pozitivním ukazatelem je hodnota P/S ve výši 0,52, která je oproti odvětví o poznání nižší.

Ukazatel beta nám vypovídá o tom, že akciový index této společnosti se vyvíjí souběžně s indexem S&P 500, avšak o 270 % rychleji.

Dividendy společnost vyplácí v poměru 2,88 % k tržní ceně, v letech 2010-2012 činila dividenda na jednu akcii 0,60 EUR, a v roce 2013 90 EUR. Na rok 2014 se předpokládá výplata dividend ve výši 1,00 EUR /akcie.

Rentabilita vlastního kapitálu je vyšší než 10 %, a to mě zatím postačuje, i když to je více než polovina průměrné rentability společností působících v sektoru pojišťovnictví. Co zde znázorněno není, že společnost má ziskovou marži 18,93 % (odvětví 42,36 %), což vypovídá o tom, že společnost nevytváří příliš velké zisky, ale na základě dříve uvedených ukazatelů, bych se pro koupi akcie pravděpodobně rozhodl.

Tab. 16: Vybraná fundamentální data Aegas SA (Vlastní zpracování dle Reuters.com, 12. 8. 2013)

	Ageas SA	Sector
Valuation Ratios		
P/E Ratio	7,91	16,7
P/E High - Last 5 Yrs.	19,03	31,51
P/E Low - Last 5 Yrs.	5,37	15,89
Price to Sales	0,52	6,96
Beta	2,73	1,33
Price to Book	0,81	2,51
Dividends (%)		
Dividend yield	2,88	2,36
Dividend 5 Year Growth Rate	-36,69	6,56
Payout Ratio	x	17,39
Management Effectiveness (%)		
ROA	1,16	3,34
ROE	10,31	22,53

6.5 Shrnutí analyzovaných titulů

Tab. 17: Srovnání vybraných titulů akcií (Vlastní tvorba)

Společnost	Vienna Insurance Group AG	Allianz SE	Prudential plc	AMIC	Ageas SA
Akcie	VIG.AV	ALVG.DE	PRU.L	AMIC.F	AGES.BR
P/E Ratio	12,03	9,29	13,71	7,23	7,91
Price to Sales	0,51	0,53	0,55	0,56	0,52
Beta	x	1,32	1,7	0,6	2,73
Price to Book	1,09	1,13	2,92	0,63	0,81
Dividend yield	2,88	3,79	2,47	x	2,88
ROE	8,12	12,22	23,22	9,25	10,31
Rizikovost	**	*	*	***	****
Předpokládaná výnosnost	**	***	***	*	****
Zahrnout do portfolia	Ano	Ano	Ano	Ne	Možná

Závěrem mé práce by mělo být doporučení, zda dané akcie jsou vhodné ke koupi nebo nejsou. Podle svého uvážení a údajů fundamentální analýzy kapitálového trhu (viz tab. 17), jsem jednotlivým akciovým titulům přiřadil váhy rizikovosti a předpokládané výnosnosti. Nejbezpečnějšími akciemi jsou akcie Allianz a Prudential. U těchto dvou titulů jsem zjistil, že se jedná o obrovské společnosti, které mají každoroční růst tržeb i zisků (kromě roku 2008, kdy v důsledku finanční krize se i velké společnosti mohly dostat do ztráty), a zároveň vyplácejí slušné dividendy. Akcii společnosti AMIC bych nechtěl, i když má relativně dobré hodnoty, jedná se o dceřinou společnost americké firmy, a proto se jí na evropském trhu moc nedaří. Její tržní hodnota se pohybuje mezi 5-6 USD, což je vcelku nízká hodnota, a navíc při tržní kapitalizaci pouhých 67mil. USD a žádných dividendách, bych podstupoval riziko s žádným jistým výnosem. Akcii belgické společnosti Ageas SA jsou pro mě záhadou. Nejspíš by bylo nejlepší sledovat postupně vývoj odkupu akcií, a jak se pak zachová cena. Ale po takových pádech (viz obr. 18), které tento instrument prodělal, mám z jeho nákupu obavy.

ZÁVĚR

Hlavním tématem této práce byla metoda oceňování cenných papírů zaměřena na fundamentální ukazatele. V teoretické části jsem provedl podrobnou literární rešerši z oblasti oceňování cenných papírů, mezi něž mimo fundamentální analýzy patří také technická a psychologická analýza, a mnou nepochopená teorie efektivních trhů, která hlásá dokonalou informovanost na stranách nabídky i poptávky na finančních a kapitálových trzích, avšak při desítkách anomálií, které se na takovémto trhu (pokud nějaký existuje) vyskytují, a tím jeho efektivnost srážení a teorii samotnou vyvracejí.

V první části praktické stránky této práce jsem se zaměřil na analýzu současného stavu evropského, a z hlediska porovnání s tuzemskými poměry, i českého pojistného sektoru. Výsledky odvětvové analýzy jsou, jak jsem předpokládal, silně ovlivněny finanční krizí, která postihla snad všechna odvětví. Např. co se týče zaměstnanosti v pojistném sektoru, tak ta se vlivem finanční krize a s ním zánikem finančních institucí postupem let zmenšuje v rámci Evropy, avšak v rámci České republiky přibývá stále více pojistným zprostředkovatelů, a tak se zaměstnanost v tomto sektoru stabilizuje. Z hlediska kapitálové přiměřenosti jsou na tom pojišťovny a finanční instituce všeobecně velmi dobře, a to zejména proto, protože oproti výrobním podnikům, které mají početné množství peněžních prostředků vázaných v budovách, strojích apod., mají drtivou většinu aktiv v podobě pohotové či okamžité likvidity. Dalším zkoumaným jevem bylo, v jakém vztahu jsou příjmy odvětví k hospodářskému cyklu, přičemž dle výsledků se jedná o odvětví cyklické, pohybující se stejným směrem jako hospodářský cyklus. To bylo zaznamenáno hlavně v letech 2008 a 2011, kdy celosvětová ekonomika prožívala silnou recesi.

Další část praktické části práce byla věnována fundamentální analýze jednotlivých společností, a hlavně, jejich akcií volně obchodovaných na kapitálových trzích. Stěžejním pro mě bylo vybrat tituly, které by se daly obchodovat na české burze, čímž byl pouze jeden, ale i ten se dá obchodovat na burze ve Vídni, čili na českém akciovém trhu nejsou společnosti z oblasti pojišťovnictví kótovat své akcie. Nejprve jsem provedl finanční analýzu společnosti Vienna Insurance Group AG a také Allianz SE, čímž jsem však dostal hodnoty, které jsou již zveřejněny na webových stránkách společností jako Reuters.com, Yahoo! Finance apod., ale za klad považuji práci s výkazy těchto společností, i když pro mne bylo zpočátku těžké se vyznat v konsolidovaných rozvahách a výkazech zisků a ztrát, tak jsem viděl jak

kapitálovou strukturu, tak i změny jednotlivých položek, které nepříznivý či příznivý vývoj měly na svědomí.

Dále jsem se zaměřil na volbu investiční strategie, přičemž jsem zvolil strategii „kup a drž“, která se hodí pro trvale růstové akcie převážně velkých zažitých společností, a také na výběr brokera. Bohužel mi má finanční neschopnost spolu s omezeným počtem obchodovatelných akcií na vybraných demo účtech, nedovolila provést žádné obchody. Rozhodl jsem se tedy, na základě fundamentálních ukazatelů, rozšířit akciové portfolio o akcie roztríděné tzv. „stock screenerem“ společnosti Reuters.com. Tyto vybrané akcie jsem podrobil analýze a uvědomil si, že není vždy potřeba důkladně zkoumat a vyhodnocovat účetní výkazy, ale že i z dat, která jsou veřejně přístupná, lze získat dostatek informací k vyhodnocení, pokud však víme, jako mají tyto data vypovídací hodnotu. Mé analýzy jsou spíše operativní, a doporučení, která uvádím, a za kterými si stojím, jsou nákup akcie ALVG.DE a PRU.L. Jedná se o největší společnosti ve svém oboru, které vykazují přijatelné hodnoty, vyplácejí každoročně dividendy, a ceny těchto akcií každoročně stoupají. Za nedostatek v této práci považuje hlavně to, že se v ní nenachází výpočty vnitřních výnosových hodnot, což je velmi důležitým ukazatelem při výběru koupě té či oné akcie. Ale myslím si, že ať je akcie nad či podhodnocená, u velikánů s nízkým P/S a vysokou hodnotou beta koeficientu, není problém realizovat v dlouhém období slušný a stálý příjem.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Knižní zdroje:

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2006, 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [2] FUCHS, David. Finanční trhy: distanční studijní opora. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita v Brně, Ekonomicko-správní fakulta, 2004, 106 s. ISBN 8021035269.
- [3] GLADIŠ, Daniel. Naučte se investovat. 1. vyd. Praha: Grada, 2004, 155 s. ISBN 80-247-0709-8.
- [4] KOSTOLANY, André. Kostolanyho burzovní seminář pro kapitálové investory a spekulanty. 2. vyd. Liberec: Mirage Distribution, c2004, 207 s. ISBN 80-238-5969-2.
- [5] KRÁL, Miloš. Fundamentální analýza: studijní pomůcka pro distanční studium. 1. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008, 132 s. ISBN 978-80-7318-765-1.
- [6] MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2002, 459 s. ISBN 80-86119-55-6.
- [7] POLÁCH, Jiří. Peněžní a kapitálové trhy. Vyd.1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007, 297 s. ISBN 978-80-7318-647-0.
- [8] REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. Vyd. 1. Ostrava: Key Publishing, 2008, 559 s. ISBN 978-80-87071-87-8.
- [9] REJNUŠ, Oldřich. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. Vyd. 1. Praha: Computer Press, 2001, 257 s. ISBN 80-7226-571-7.
- [10] TREGLER, Karel. Oceňování akciových trhů: metody měření správnosti ocenění. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2005, xiv, 164 s. ISBN 8071794392.
- [11] VESELÁ, Jitka. Analýzy trhu cenných papírů. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2003, 361 s. ISBN 80-245-0506-1.
- [12] VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

Internetové zdroje:

- [13] Aktien Investtment in Österreich: Wiener Börse [online]. c 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.wienerborse.at/>
- [14] Allianz: O společnosti. [online]. c 2000 - 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <https://www.allianz.cz/o-spolecnosti/o-spolecnosti/allianz-group/>
- [15] Börse Frankfurt: Aktien Kurse, Charts und Nachrichten [online]. c 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.boerse-frankfurt.de/de/start>
- [16] Broker: Financnik.cz. [online]. c 2009 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.financnik.cz/komodity/manual/komodity-broker.html>
- [17] Česká asociace pojišťoven [online]. 2013 [cit. 2013-08-04]. Dostupné z: <http://www.cap.cz/>
- [18] Česká národní banka: Regulace a dohled nad pojišťovny a zajišťovny. [online]. 2013 [cit. 2013-08-04]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/pojistovny_zajistovny/index.html
- [19] EIOPA. [online]. 2013 [cit. 2013-08-6]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/mezinarodni_aktivity/eiopa.html
- [20] ESMA: Česká národní banka. [online]. 2013 [cit. 2013-08-6]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/mezinarodni_aktivity/esma.html
- [21] Eurostat Home [online]. 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/.mfcr.cz/>
- [22] Finanční skupina VIG. [online]. 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.pojistovnacs.cz/o-nas/vig/>
- [23] Fio banka [online]. c 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.fio.cz/>
- [24] Insurance Europe: About Us. [online]. [cit. 2013-08-03]. Dostupné z: <http://www.insuranceeurope.eu/about-us>

- [25] Investiční strategie: Patria.cz [online]. c 1997 - 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/akademie/investicni-strategie-investicni-strategie-uvod.html>
- [26] Jak jsou na tom banky?: Česká národní banka. [online]. 2013 [cit. 2013-08-6]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/jak_jsou_na_tom_banky.html
- [27] KUDRNA, Aleš. Světové burzy: Vídeňská burza. [online]. 2012 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.klubinvestoru.com/magazin/i1288-svetove-burzy-videnska-burza>
- [28] Ministerstvo financí ČR [online]. 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/>
- [29] Patria Direct [online]. c 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: www.patria-direct.cz
- [30] POSPÍŠILÍK, Karel. Představujeme Frankfurtskou burzu. [online]. 5. 11. 2008 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.klubinvestoru.com/magazin/i1288-svetove-burzy-videnska-burza>
- [31] Prudential plc home page [online]. 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.prudential.co.uk>
- [32] Reuters.com: Business & Financial News, Breaking US & International News [online]. 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/>
- [33] Saxo Bank [online]. c 1996 - 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://cz.saxobank.com/>
- [34] Solvency II: KPMG CZ. [online]. 2013 [cit. 2013-08-6]. Dostupné z: <http://www.kpmg.com/cz/cs/industry/insurance/solvency-ii-solved/stranky/default.aspx>
- [35] Solventnost tuzemských pojišťoven: Česká národní banka. [online]. 2013 [cit. 2013-08-6]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zakladni_ukazatele_fin_trhu/pojistovny/poj_ukazatele_tab07.html
- [36] X-Trade Brokers [online]. c 2013 [cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://www.xtb.cz>

- [37] Yahoo! Finance: Business Finance, Stock Market, Quotes, News [online]. c 2013
[cit. 2013-08-12]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/>

Ostatní zdroje:

- [38] Annual Finacial report 2012, VIG
- [39] CEA Statistics: European Insurance in Figures
- [40] Výroční zpráva ČAP 2011
- [41] Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2012

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

BCPP	Burza cenných papírů Praha
ČAP	Česká asociace pojišťoven
ČNB	Česká národní banka
EAT	Earnings after Taxes
EBIT	Earnings before Interests and Taxes
EIOPA	European Insurance and Occupation Pensions Authority
EPS	Earnings per share
FSE	Frankfurt Stock Exchange
LSE	London Stock Exchange
P/B	Price / Book
P/S	Price / Sale
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
VIG	Vienna Insurance Group

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1: Objem obchodů při „býčím trhu“ (vlastní tvorba).....	31
Obr. 2: Objem obchodů při „medvědím trhu“ (vlastní tvorba).....	31
Obr. 3: Koloběh akciových kursů dle Kostolanyho (vlastní tvorba podle Fuchs, 2005, s. 92).....	38
Obr. 4: Podíl subjektů na pojistném trhu v Evropě v roce 2008 (v %) (vlastní zpracování dle CEA Statistics: European Insurance in Figures, 2008).....	46
Obr. 5: Vývoj počtu zaměstnanců v pojistném sektoru CEA v letech 2000-2008 (vlastní tvorba podle CEA Statistics: European Insurance in Figures, 4. 8. 2013).....	47
Obr. 6: Zaměstnanost v pojistném sektoru v ČR v letech 2000-2008 (vlastní zpracování podle CEA Statistics: European Insurance in Figures, 4. 8. 2013).....	48
Obr. 7: Hospodářské výsledky pojišťoven v ČR v roce 2011 (vlastní zpracování dle Výroční zpráva 2011, ČAP, 6. 8. 2013).....	54
Obr. 8: Vývoj HDP a příjmů pojišťoven v Evropě v letech 2003-2011 (vlastní zpracování dle Eurostat, 12. 8. 2013).....	55
Obr. 9: Index ATX za posledních 5 let (Wiener Börse AG).....	58
Obr. 10: EBIT VIG v letech 2011-2012 (v mil. €) (vlastní zpracování dle VIG, Annual Financial report 2012, 12. 8. 2013).....	59
Obr. 11: 52-týdenní vývoj ceny akcie VIG (Zdroj: Wiener Börse AG, 12. 8. 2013).....	62
Obr. 12: Vývoj indexu DAX za posledních 5 let (Yahoo! Finance, 12. 8. 2013).....	64
Obr. 13: EBIT Allianz SE v letech 2010-2012 (v mil. €) (Vlastní zpracování dle Allianz Group Annual report 2012).....	66
Obr. 14: Vývoj zisku a dividendy na akcii Allianz SE v letech 2006-2012 (v €) (Vlastní zpracování dle Allianz Group Annual report 2012).....	67
Obr. 15: Výplatní poměr Allianz SE v letech 2003-2012 (Vlastní výpočet, zdroj dat: Börse Frankfurt, 12. 8. 2013).....	70
Obr. 16: Pětiletý vývoj akcie Prudential (LSE) (Yahoo! Finance, 12. 8. 2013).....	75
Obr. 17: Pětiletý vývoj kursu akcie AMIC (Finance! Yahoo, 12. 8. 2013).....	78
Obr. 18: Pětiletý vývoj ceny akcie Ageas SA (Yahoo! Finance, 12. 8. 2013).....	81

SEZNAM TABULEK

Tab. 1: Typy tržní struktury odvětví a jejich charakteristické rysy (Veselá, 2003, s. 322).....	17
Tab. 2: Seznam vybraných ukazatelů finanční analýzy (Dluhošová, 2006, s. 86)	23
Tab. 3: Vývoj počtu zaměstnanců v CEA v letech 2000 – 2008 (vlastní tvorba podle CEA Statistics: European Insurance in Figures, 4. 8. 2013)	46
Tab. 4: Solventnost tuzemských pojišťoven v letech 2010-2012 (v tis. Kč) (ČNB, 6. 8. 2013))	51
Tab. 5: Zisk/ztráta pojišťoven celkem v ČR v letech 2010-2012 (v tis. Kč) (ČNB).....	51
Tab. 6: Umístění technických rezerv pojišťoven ČR v letech 2011-2012 (v mld. Kč) (Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2012, MFČR, 8. 6. 2013)	52
Tab. 7: Ukazatele rentability VIG v letech 2011-2012 (vlastní výpočet dle VIG, Annual Finacial report 2012, 12. 8. 2013).....	60
Tab. 8: Multiplikátor VK VIG v letech 2011-2012 (vlastní výpočet dle VIG, Annual Finacial report 2012, 12. 8. 2013)	60
Tab. 9: Vybrané ukazatele akcie VIG (Wiener Börse, 12. 8. 2013)	61
Tab. 10: Rentabilita kapitálu Allianz SE v letech 2011-2012 (Vlastní výpočet dle Allianz Group Annual report 2012, 12. 8. 2013)	68
Tab. 11: Ukazatele kapitálového trhu Allianz SE k 5. 8. 2013 (Zdroj: Reuters.com, 12. 8. 2013).....	68
Tab. 12: P/E Ratio Allianz SE v letech 2006-2012 (Vlastní výpočet)	69
Tab. 13: Srovnání vybraných brokerů v ČR (vlastní zpracování dle webových stránek Patria Direct, XTB, Fio, Saxo Bank, 12. 8. 2013).....	72
Tab. 14: Fundamentální data společnosti Prudential plc (vlastní zpracování dle Reuters.com, 12. 8. 2013).....	76
Tab. 15: Vybrané fundamentální ukazatele AMIC (Vlastní zpracování dle Reuters.com. 12. 8. 2013).....	79
Tab. 16: Vybraná fundamentální data Aegas SA (Vlastní zpracování dle Reuters.com, 12. 8. 2013).....	82
Tab. 17: Srovnání vybraných titulů akcií (Vlastní tvorba)	83

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha PI: Rozvaha pojistného sektoru ČR v letech 2010 -2012

Příloha PII: Výkaz zisků a ztrát pojistného sektoru ČR v letech 2010 -2012

**PŘÍLOHA P I: ROZVAHA SEKTORU POJIŠŤOVEN V ČR V LETECH
2010 - 2012 (V TIS. KČ)**

	31.12.2010	31.12.2011	31.03.2012	31.12.2012
Pojišťovny celkem				
Aktiva celkem	426 394 294	435 498 595	448 891 486	469 122 867
Pohledávky za upsaný základní kapitál	106 000	25 000	15 000	90 000
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 356 801	2 098 785	2 006 703	2 505 651
Zřizovací výdaje	7 247	1 147	63	35
Goodwill	34 271	5 966	5 815	443 639
Finanční umístění (investice)	327 847 200	331 747 337	338 885 979	347 445 725
Pozemky a stavby (nemovitosti)	4 918 531	4 813 302	4 823 468	4 882 269
Provozní nemovitosti	4 232 636	4 420 038	4 430 111	4 382 002
Finanční umístění v podnikatelských seskupeních	13 220 527	13 599 234	13 503 721	16 744 635
Podíly v ovládaných osobách	11 900 474	12 099 725	12 005 565	14 906 227
Dluhové cenné papíry vydané ovládanými osobami a půjčky těmto osobám	136 216	154 839	167 629	517 440
Podíly s podstatným vlivem	813 085	951 020	951 020	1 320 968
Dluhové cenné papíry vydané osobami, ve kterých má účetní jednotka podstatný vliv	370 752	393 650	379 508	0
Jiná finanční umístění	309 707 391	313 333 698	320 557 884	325 816 265
Akcie a ostatní cenné papíry s proměnlivým výnosem, ostatní podíly	20 886 945	19 420 038	18 801 838	20 095 750
Dluhové cenné papíry	258 395 029	268 670 841	271 536 930	280 761 556
Finanční umístění v investičních sdruženích	3 110	119 681	129 210	131 421
Ostatní půjčky	1 697 179	724 974	3 205 626	295 373
Depozita u finančních institucí	27 673 103	24 761 889	26 491 283	24 271 735
Ostatní finanční umístění	1 052 025	-363 726	392 996	260 432
Depozita při aktivním zajištění	751	1 104	905	2 557
Finanční umístění ŽP, je-li nositelem investičního rizika pojišťovník	57 735 568	65 119 988	68 492 278	77 787 598
Dlužníci	21 992 264	17 880 248	18 907 038	16 215 718
Pohledávky z operací přímého pojištění	8 955 241	8 822 133	9 591 393	8 732 236
Pojištníci	8 276 035	8 109 802	8 761 913	8 297 919
Zprostředkovatelé	679 206	712 330	829 480	434 315
Pohledávky z operací zajištění	3 306 343	3 150 345	3 435 923	2 480 280
Ostatní pohledávky	9 730 681	5 907 771	5 879 724	5 003 202
Ostatní aktiva	3 557 099	4 672 387	6 116 499	9 849 637
Dlouhodobý hmotný majetek, jiný než pozemky a stavby, a zásoby	1 147 557	1 194 011	1 138 625	1 165 156
Hotovost na účtech u finančních institucí a hotovost v pokladně	2 405 084	3 475 020	4 975 268	8 679 448
Jiná aktiva	4 458	3 353	2 605	5 033
Přechodné účty aktiv	12 799 363	13 954 849	14 467 990	15 228 535
Naběhlé úroky a nájemné	26 850	40 670	16 425	45 624
Odložené pořizovací náklady na pojistné smlouvy	9 456 634	10 831 137	11 209 074	11 290 414
v životním pojištění	6 879 596	7 840 568	7 889 994	8 240 629
v neživotním pojištění	2 577 038	2 990 568	3 319 081	3 049 786
Ostatní přechodné účty aktiv	3 315 880	3 083 040	3 242 490	3 892 497
Dohadné položky aktivní	1 785 357	1 472 679	1 636 106	1 420 759
Závazky a vlastní kapitál celkem	426 394 297	435 498 595	448 891 484	469 122 863
Vlastní kapitál	82 430 040	73 999 885	80 222 564	83 109 353
Základní kapitál	22 605 366	23 898 562	23 932 562	24 188 666
Změny základního kapitálu	143 808	75 000	90 000	0

Vlastní akcie nebo vlastní zatímní listy, vlastní obchodní podíly	0	0	0	0
Emisní ážio	2 701 384	2 701 384	2 701 383	2 701 384
Rezervní fond na nové ocenění	0	0	4 284	5 367
Ostatní kapitálové fondy	12 420 667	12 393 650	14 920 002	19 206 701
Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	9 857 671	10 826 235	10 857 889	9 995 050
Nerozdělený zisk/neuhrazená ztráta minulých účetních období	13 529 424	14 997 530	23 902 627	14 874 939
Zisk nebo ztráta běžného účetního období	21 315 526	9 182 524	3 903 817	12 137 247
Podřízená pasiva	550 761	557 001	556 906	556 982
Technické rezervy	255 022 772	261 762 754	263 713 385	269 644 240
Rezerva na nezasloužené pojistné	19 582 094	21 305 705	22 348 166	22 685 853
vztahující se k životnímu pojištění	1 941 141	1 866 919	1 780 643	1 683 957
vztahující se k neživotnímu pojištění	17 640 953	19 438 788	20 567 526	21 001 897
Rezerva pojistného životních pojištění	177 207 190	181 308 990	181 979 589	182 966 002
Rezerva na pojistná plnění	47 465 007	49 359 836	49 689 182	52 869 834
vztahující se k životnímu pojištění	5 823 535	6 201 626	6 191 002	7 818 890
vztahující se k neživotnímu pojištění	41 641 473	43 158 211	43 498 182	45 050 945
Rezerva na prémie a slevy	1 969 366	1 967 775	1 956 618	2 614 738
vztahující se k životnímu pojištění	1 206 124	1 078 323	1 203 815	1 589 365
vztahující se k neživotnímu pojištění	763 242	889 452	752 803	1 025 373
Vyrovňovací rezerva	1 181 615	980 972	976 573	692 319
Rezerva na splnění závazků z použité technické úrokové míry	1 801 745	1 271 606	1 155 493	2 774 531
Rezerva pojistného neživotních pojištění	354 340	397 639	405 146	442 986
vztahující se k životnímu pojištění	99 108	125 289	130 112	152 204
vztahující se k neživotnímu pojištění	255 232	272 350	275 034	290 782
Rezerva na splnění závazků z ručení za závazky ČKP	5 345 488	5 009 659	5 037 697	4 478 960
Jiné rezervy	115 926	160 574	164 919	119 016
vztahující se k životnímu pojištění	0	26 517	26 517	0
vztahující se k neživotnímu pojištění	115 926	134 057	138 402	119 016
Technická rezerva ŽP, je-li nositelem investičního rizika pojistník	57 693 314	65 080 868	68 452 506	77 790 815
Rezervy na ostatní rizika a ztráty	1 369 182	1 332 008	2 001 193	2 418 860
Rezerva na důchody a podobné závazky	1 119	14 305	5 296	10 603
Rezerva na daně	962 133	774 604	1 479 211	1 740 936
Ostatní rezervy	405 930	543 099	516 685	667 320
Depozita při pasivním zajištění	2 249 871	3 704 126	4 086 080	6 125 281
Věřitelé	19 919 831	22 044 962	22 934 744	22 362 818
Závazky z operací přímého pojištění	8 995 596	9 428 595	10 195 416	9 988 803
Závazky z operací zajištění	5 930 275	6 129 644	6 680 033	5 612 374
Výpůjčky zaručené dluhopisem	0	0	0	0
Směnitelné (konvertibilní) výpůjčky	0	0	0	0
Závazky vůči finančním institucím	1 905	72 217	24 544	32 212
Ostatní závazky	4 992 056	6 414 507	6 034 752	6 729 429
Daňové závazky a závazky ze sociálního zabezpečení	590 484	551 556	660 894	680 974
Garanční fond Kanceláře	0	0	0	0
Přechodné účty pasiv	7 158 529	7 016 992	6 924 107	7 114 514
Výdaje příštích období a výnosy příštích období	1 861 224	1 830 402	1 886 884	1 690 377
Ostatní přechodné účty pasiv	5 297 305	5 186 591	5 037 222	5 424 137
Dohadné položky pasivní	5 253 992	5 155 316	4 998 511	5 349 746

PŘÍLOHA II: VZZ SEKTORU POJIŠŤOVEN ČR V LETECH 2010-2012 (V TIS. KČ)

	31.12.2010	31.12.2011	31.03.2012	31.12.2012
Pojišťovny celkem				
Výsledek technického účtu k neživotnímu pojištění	7 293 262	4 627 965	1 486 385	6 590 311
Zasloužené pojistné, očištěné od zajištění	57 044 702	55 375 937	13 836 988	55 504 387
Předepsané pojistné, očištěné od zajištění	58 311 219	57 148 901	14 984 614	56 426 590
Předepsané hrubé pojistné	84 231 500	83 083 482	22 426 488	81 554 085
Pojistné postoupené zajišťovatelům	25 920 281	25 934 579	7 441 875	25 127 496
Změna stavu rezervy na nezasloužené pojistné, očištěné od zajištění	1 266 516	1 772 962	1 147 624	922 204
Změna stavu hrubé výše rezervy na nezasloužené pojistné	2 550 552	1 804 252	2 418 010	787 508
Změna stavu rezervy na nezasloužené pojistné, podíl zajišťovatelů	1 284 035	31 287	1 270 384	-134 697
Převedené výnosy z finančního umístění z netechnického účtu	3 008 068	1 982 912	905 203	4 549 931
Ostatní technické výnosy, očištěné od zajištění	3 667 494	3 016 277	1 066 646	2 908 532
Náklady na pojistná plnění včetně změny stavu rezervy, očištěné od zajištění	34 400 609	32 663 188	8 322 652	33 029 811
Náklady na pojistná plnění, očištěné od zajištění	33 585 635	31 113 573	7 921 954	31 387 150
Hrubá výše nákladů na pojistná plnění	46 146 181	43 137 209	10 780 517	41 787 965
Náklady na pojistná plnění, podíl zajišťovatelů	12 560 546	12 023 637	2 858 565	10 400 814
Změna stavu rezervy na pojistná plnění, očištěné od zajištění	814 974	1 549 616	400 699	1 642 658
Změna stavu hrubé výše rezervy na pojistná plnění	3 048 702	450 174	206 690	1 889 003
Změna stavu rezervy na pojistná plnění, podíl zajišťovatelů	2 233 728	-1 099 441	-194 010	246 345
Změny stavu ostatních technických rezerv, očištěné od zajištění	45 353	-241 229	-85 638	-564 884
Premie a slevy, očištěné od zajištění	1 379 240	1 262 741	374 265	1 418 917
Čistá výše provozních nákladů	17 426 695	17 237 249	4 243 281	17 692 939
Ostatní technické náklady, očištěné od zajištění	5 310 273	5 038 431	1 475 487	5 087 680
Změna stavu vyrovnávací rezervy	-2 135 166	-213 220	-7 595	-291 926
Výsledek technického účtu k životnímu pojištění	16 446 411	5 504 908	2 466 588	6 640 052
Zasloužené pojistné, očištěné od zajištění	70 362 953	69 246 886	16 556 645	68 653 928
Předepsané pojistné, očištěné od zajištění	70 175 035	69 172 169	16 471 050	68 471 398
Předepsané hrubé pojistné	71 764 861	72 009 102	17 308 064	72 047 559
Pojistné postoupené zajišťovatelům	1 589 827	2 836 933	837 013	3 576 161
Změna stavu rezervy na nezasloužené pojistné, očištěné od zajištění	-187 919	-74 717	-85 595	-182 531
Změna stavu hrubé výše rezervy na nezasloužené pojistné	-181 269	-56 727	-88 740	-173 840
Změna stavu rezervy na nezasloužené pojistné, podíl zajišťovatelů	6 650	17 990	-3 145	8 690
Výnosy z finančního umístění	26 785 444	21 170 727	5 964 934	25 858 621
Výnosy z podílů	1 232 571	716 814	3 289	201 423
Výnosy z ostatního finančního umístění	10 350 571	9 141 012	3 346 880	10 040 465
Změny hodnoty finančního umístění - výnosy	56 880	845 726	326 105	921 374
Výnosy z realizace finančního umístění	15 145 423	10 467 176	2 288 660	14 695 357
Přírůstky hodnoty finančního umístění	9 237 467	7 333 046	3 322 680	11 719 456
Ostatní technické výnosy, očištěné od zajištění	1 403 355	1 598 049	373 127	1 605 168
Náklady na pojistná plnění včetně změny stavu rezervy, očištěné od zajištění	36 785 605	41 587 246	10 812 936	46 812 362
Náklady na pojistná plnění, očištěné od zajištění	36 121 029	41 201 728	10 821 999	45 151 406
Hrubá výše nákladů na pojistná plnění	36 544 534	42 070 732	11 117 132	46 409 819

Náklady na pojistná plnění, podíl zajišťovatelů	423 506	869 004	295 134	1 258 415
Změna stavu rezervy na pojistná plnění, očištěné od zajištění	664 575	385 518	-9 062	1 660 957
Změna stavu hrubé výše rezervy na pojistná plnění	652 876	779 709	133 667	1 993 916
Změna stavu rezervy na pojistná plnění, podíl zajišťovatelů	-11 700	394 190	142 729	332 960
Změny stavu ostatních technických rezerv, očištěné od zajištění	22 901 496	11 845 179	3 999 228	16 103 240
Změna stavu rezervy pojistného ŽP, očištěná od zajištění	8 978 365	4 004 762	990 801	2 423 711
Změna stavu hrubé výše rezervy pojistného ŽP	8 976 501	3 998 519	988 647	2 512 388
Změna stavu rezervy pojistného ŽP, podíl zajišťovatelů	-1 864	-6 242	-2 154	88 677
Změna stavu ostatních technických rezerv (mimo rezervy ŽP), očištěné od zajištění	13 923 132	7 840 421	3 008 426	13 679 528
Prémie a slevy, očištěné od zajištění	241 535	5 521	205 831	593 972
Čistá výše provozních nákladů	14 095 008	15 342 295	3 865 501	15 806 743
Pořizovací náklady na pojistné smlouvy	11 086 241	11 866 765	2 749 649	11 938 391
Změna stavu časově rozlišených pořizovacích nákladů	-1 546 796	-957 200	-63 185	-284 353
Správní režie	4 984 330	5 158 568	1 382 242	5 188 212
Provize od zajišťovatelů a podíly na ziscích	428 765	725 842	203 204	1 035 507
Náklady na finanční umístění	10 268 204	12 981 727	2 482 653	14 963 848
Náklady na správu finančního umístění, včetně úroků	1 071 731	1 487 290	440 089	1 581 206
Změna hodnoty finančního umístění - náklady	33 273	189 994	49 354	109 127
Náklady spojené s realizací finančního umístění	9 163 199	11 304 441	1 993 211	13 273 514
Úbytky hodnoty finančního umístění	4 775 804	10 043 125	1 794 646	4 049 716
Ostatní technické náklady, očištěné od zajištění	1 440 279	1 273 562	288 087	1 545 988
Převod výnosů z finančního umístění na netechnický účet	834 876	765 146	301 914	1 321 256
Zisk nebo ztráta za účetní období	21 315 526	9 182 524	3 903 816	12 137 247
Zisk nebo ztráta před zdaněním	24 506 962	11 421 867	4 673 628	14 957 826
Zisk nebo ztráta z běžné činnosti po zdanění	21 345 003	9 211 201	3 898 829	12 200 266
Výsledek technického účtu k neživotnímu pojištění	7 293 265	4 627 967	1 486 387	6 590 313
Výsledek technického účtu k životnímu pojištění	16 446 411	5 504 910	2 466 585	6 640 053
Výnosy z finančního umístění	9 506 281	9 467 813	2 546 650	10 019 931
Výnosy z podílů	194 063	522 626	65 825	486 724
Výnosy z ostatního finančního umístění	1 707 718	1 557 751	494 490	1 827 438
Výnosy z pozemků a staveb (nemovitosti)	135 227	136 858	32 860	121 706
Výnosy z ostatních investic (mimo nemovitosti)	1 572 491	1 420 893	461 630	1 705 732
Změny hodnoty finančního umístění - výnosy	2 317 528	2 534 710	1 016 997	2 533 655
Výnosy z realizace finančního umístění	5 286 970	4 852 728	969 338	5 172 115
Převedené výnosy finančního umístění z technického účtu k ŽP	834 876	765 146	301 914	1 321 256
Náklady na finanční umístění	6 686 017	7 563 754	1 304 074	5 707 290
Náklady na správu finančního umístění, včetně úroků	127 923	165 484	49 383	221 344
Změna hodnoty finančního umístění - náklady	1 298 608	2 317 152	347 740	629 826
Náklady spojené s realizací finančního umístění	5 259 486	5 081 118	906 951	4 856 120
Převod výnosů z finančního umístění na technický účet k NP	3 008 068	1 982 913	905 201	4 549 931
Ostatní výnosy	1 475 778	1 719 483	263 009	2 022 894
Ostatní náklady	1 324 875	1 088 882	185 809	1 316 257
Daň z příjmů z běžné činnosti	3 192 645	2 238 571	770 636	2 820 705
Mimořádný zisk nebo ztráta	-3 232	-14 328	9 755	-45 525
Mimořádné výnosy	16 598	67 720	9 812	-29 513
Mimořádné náklady	19 830	82 048	57	16 012
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	-1 209	772	-824	-126
Ostatní daně neuvedené v předcházejících položkách	27 455	13 575	5 591	17 620