

Fundamentální analýza akcií vybraných firem podnikajících v odvětví sázkového a loterijního průmyslu

Jan Kubeš

Bakalářská práce
2012



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Jan KUBEŠ**

Osobní číslo: **M090025**

Studijní program: **B6208 Ekonomika a management**

Studijní obor: **Management a ekonomika**

Téma práce: **Fundamentální analýza akcií vybraných firem podnikajících v oblasti sázkového a loterijního průmyslu**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Zpracujte teoretické poznatky a metodické postupy fundamentální analýzy akcií.

II. Praktická část

- Zpracujte fundamentální analýzu vybraných akciových titulů z oblasti sázkového a loterijního průmyslu.
- Vyhodnoťte výsledky a vyberte titul nejvhodnější pro investici.

Závěr

Rozsah bakalářské práce: **cca 40 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování bakalářské práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

GLADIŠ, D. Naučte se investovat. 2. vyd. Praha: Grada, 2010. 176 s. ISBN 978-80-247-1205-5.
GRAHAM, B. Inteligentní investor. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 504 s. ISBN 978-80-247-1792-0.
KOHOUT, P. Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 6. vyd. Praha: Grada, 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-3315-9.
KRÁL, M. Fundamentální analýza: studijní pomůcka pro distanční studium. 1. díl. 1. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008. 132 s. ISBN 978-80-7318-765-1.
VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Eva Hrubošová**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání bakalářské práce: **18. června 2012**
Termín odevzdání bakalářské práce: **13. srpna 2012**

Ve Zlíně dne 18. června 2012


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové 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;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou 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;
- 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;

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, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

(1) Vysoká škola nevydělečně 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 nahlázení 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, užije-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.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohou užít své dílo – bakalářskou/diplomovou 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);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 9.8.2012



⁴ 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:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému 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 vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídí k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Cílem této bakalářské práce je pomocí metodických postupů fundamentální analýzy vybrat ze tří konkrétních podniků z odvětví sportovního sázení a jiných hazardních her titul nejvhodnější pro investici. Teoretická část se zabývá literární rešerší a metodikou fundamentální analýzy akcií. V praktické části jsou pomocí fundamentální analýzy prozkoumány akcie společností Bet-at- Home, Sportingbet a Fortuna Entertainment Group.

Klíčová slova: Finanční trhy, hospodářský cyklus, dluhová krize, eurozóna, online sázení, akcie, fundamentální analýza, finanční analýza, tržní cena akcie, ukazatele kapitálového trhu.

ABSTRACT

The aim of my bachelor thesis is to choose the very best enterprise which would be suitable for investment out of three possible enterprises engaged in the sports betting and other hazardous games. The selection will be conducted by means of systematic processes of fundamental analysis. Theoretical part engages in literature search and procedures of stock fundamental analysis. Information obtained in the theoretical part are employed in the practical part where the stock of Bet-at-home, Sportingbet and Fortuna Entertainment Group companies is explored.

Keywords: Financial markets, economic cycle, debt crisis, the euro area, online betting, stocks, fundamental analysis, financial analysis, market share price, stock market indicators.

Na tomto místě bych rád poděkoval paní Inženýrce Evě Hrubošové za její čas, ochotu a cenné rady, které mi velmi pomohly při zpracovávání mé bakalářské práce.

Motto

„Při nákupu akcií si představte, že bude burza 5 let zavřená a akcie nepůjde prodat!“

Warren Buffett

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

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 ZÁKLADNÍ POJMY	13
1.1 FINANČNÍ TRHY	13
1.2 AKCIE A AKCIOVÝ TRH	13
1.3 OBCHODOVÁNÍ NA AKCIOVÝCH TRZÍCH	14
1.3.1 Investice versus spekulace	15
1.3.2 Riziko	15
1.3.3 Diverzifikace portfolia	16
1.3.4 Investiční horizont.....	17
1.4 ZÁKLADNÍ FÁZE PROCESU INVESTOVÁNÍ	17
1.4.1 Volba strategie (investičního záměru)	18
1.4.2 Analýza akcií.....	18
1.4.2.1 Fundamentální analýza	18
1.4.2.2 Technická analýza.....	18
1.4.2.3 Psychologická analýza.....	19
2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	20
2.1 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA.....	20
2.1.1 Předstihové ukazatele (ex ante).....	20
2.1.1.1 Peněžní zásoba a její vývoj.....	21
2.1.1.2 Spotřební indexy CCI a CSI	21
2.1.1.3 Non-farm payrolls.....	21
2.1.2 Současné (present) indikátory.	21
2.1.2.1 Maloobchodní tržby.....	21
2.1.3 Zaostávající ukazatele (ex post)	21
2.1.3.1 Platební bilance.....	22
2.1.3.2 HDP	22
2.1.3.3 Nezaměstnanost	23
2.1.3.4 Úrokové míry.....	23
2.1.3.5 Inflace	23
2.2 ODVĚTOVÁ ANALÝZA	24
2.2.1 Životní cyklus odvětví.....	24
2.2.1.1 Pionýrská fáze.....	24
2.2.1.2 Fáze rozvoje.....	24
2.2.1.3 Fáze stabilizace	25
2.2.2 Citlivost na hospodářský cyklus.....	25
2.2.2.1 Cyklická odvětví	25
2.2.2.2 Neutrální odvětví	25
2.2.2.3 Anticyklická odvětví.....	25
2.2.3 Role regulatorních orgánů.....	25
2.3 FIREMNÍ ANALÝZA	26
2.3.1 Podrobná finanční analýza	26
2.3.1.1 Ukazatele rentability	27
2.3.1.2 Ukazatele likvidity.....	28
2.3.1.3 Ukazatele zadluženosti	28

2.3.2	Komplexní finanční analýza	29
2.3.2.1	Market Value	29
2.3.2.2	Earnings Per Share, P/E a P/E/G	29
2.3.2.3	Price to Sales.....	30
2.3.2.4	Book Value a Tangible Book Value	30
2.3.2.5	P/BV a P/TBV	31
2.3.2.6	Payout ratio	31
2.3.2.7	Dividend Yield.....	31
II	PRAKTICKÁ ČÁST	32
3	ZADÁNÍ MODELOVÉHO PŘÍKLADU	33
4	MAKROANALÝZA	34
4.1	USA.....	34
4.1.1	Aktuální situace v USA.....	34
4.2	DLUHOVÁ KRIZE V EUROZÓNĚ.....	35
4.2.1	PIIGS	35
4.2.2	ECB	37
4.2.3	EU	38
4.2.4	Shrnutí	38
4.3	VYBRANÉ AKCIOVÉ TRHY.....	39
4.3.1	Německo	39
4.3.2	Velká Británie	40
4.3.3	Česká republika	41
5	ANALÝZA ODVĚTVÍ.....	43
5.1	LEGISLATIVA.....	43
5.1.1	Legislativa v Evropské Unii.....	43
5.1.2	Legislativa v Austrálii	44
5.1.3	Legislativa v USA	45
5.2	ONLINE A OFFLINE TRH	45
5.2.1	Velikost evropského trhu	45
5.2.2	Růstový potenciál odvětví a závislost na ekonomickém cyklu.....	46
5.2.3	Shrnutí	47
5.3	DAŇOVÉ RÁJE.....	47
6	ANALÝZA FIREM.....	49
6.1	BET-AT-HOME.....	49
6.1.1	Pozice v odvětví	50
6.1.2	Analýza finančních výkazů	50
6.1.2.1	Finanční analýza	50
6.1.2.2	Analýza hodnoty firmy	51
6.1.3	Hodnocení firmy	52
6.2	SPORTINGBET.....	54
6.2.1	Pozice v odvětví	54
6.2.2	Analýza finančních výkazů	55
6.2.2.1	Finanční analýza	55
6.2.2.2	Analýza hodnoty firmy	57
6.2.3	Hodnocení firmy	58

6.3	FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP	60
6.3.1	Pozice v odvětví	61
6.3.2	Analýza finančních výkazů	61
6.3.2.1	Finanční analýza	61
6.3.2.2	Analýza hodnoty firmy	63
6.3.3	Hodnocení firmy	64
6.4	VZÁJEMNÉ SROVNÁNÍ VŠECH TŘÍ AKCIOVÝCH TITULŮ	66
	ZÁVĚR	67
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	69
	MONOGRAFIE	69
	INTERNETOVÉ ZDROJE:	69
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	74
	SEZNAM OBRÁZKŮ	76
	SEZNAM TABULEK	77
	SEZNAM PŘÍLOH	78

ÚVOD

V roce 2007 zasáhla USA hypoteční krize způsobená rizikovými hypotečními úvěry, která přerostla ve světovou finanční krizi. To zapříčinilo zpomalení hospodářského růstu nejen v USA, ale také Evropě. V mnoha evropských zemích se tato situace promítla negativně do státního rozpočtu. Díky nastavené štedré sociální politice v kombinaci s poklesem ekonomiky se u několika zemí dostal veřejný dluh za únosnou hranici. Dluhopisy těchto států se staly příliš rizikové na to, aby pomocí nich mohly tyto země nadále financovat svůj další chod. Evropa se tak nyní potýká s krizí dluhovou. Tyto události měly pochopitelně dopad na hodnotu akcií firem v USA, Evropě, ale i jinde ve světě. Americké akciové indexy a nejsledovanější evropské indexy jsou teprve nyní po hlubokých propadech téměř zpátky na svých hodnotách z roku 2007.

Přesto se i v posledních letech našly podniky, které byly schopny generovat rostoucí zisky a jejichž růst tržní hodnoty překonával tržní index. Několik takových podniků působí v odvětví sportovních sázek a jiných hazardních her.

V této práci budou metodickými postupy fundamentální analýzy prozkoumány akcie třech podniků poskytujících služby z oblasti hazardních her. Bude provedena analýza stávající makroekonomické situace v USA a Evropě s ohledem na příčiny a možný budoucí vývoj dluhové krize. Dále budou prozkoumány příčiny dynamického růstu odvětví hazardních her v minulých letech s ohledem na další budoucí vývoj.

Metody a postupy fundamentální analýzy jsou v praktické části aplikovány na společnostech Bet-at-Home, Sportingbet a Fortuna Entertainment Group. Cílem práce je na konkrétním modelovém příkladu vyhodnotit, který akciový titul z těchto tří je pro investora k nákupu nejvhodnější a zda je vhodné do tohoto titulu nyní investovat i vzhledem k současné makroekonomické situaci a k situaci v odvětví hazardních her.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 ZÁKLADNÍ POJMY

1.1 Finanční trhy

V následující části budou stručně a velmi obecnou formou vysvětleny nejzákladnější a nejdůležitější pojmy a charakteristiky finančních trhů. Finanční trhy dnes zaujímají v tržních ekonomikách svojí specifickou a nezastupitelnou úlohu. Dění na finančních trzích dokumentuje dosavadní vývoj dané ekonomiky, ale také signalizuje vývoj budoucí. Zabezpečují přesun finančních prostředků od těch subjektů, které tyto finanční prostředky nabízejí jako přebytkové (investoři), k těm subjektům, kteří je poptávají, mají jich nedostatek. Subjekty, které volné finance poskytují, za tuto službu očekávají určitý výnos. Měli by však při investování vždy zohledňovat i likviditu a rizikovost dané investice. Často zde jako třetí subjekt působí bankovní a nebankovní zprostředkovatelé těchto operací. Přerozdělení volných finančních prostředků je hlavním úkolem finančního trhu v ekonomice. (Veselá, 2007, s. 18)

Přesouvání volného kapitálu se uskutečňuje pomocí nákupů a prodejů investičních instrumentů. Investiční instrument je určité aktivum, které svému vlastníkovvi přináší nárok na budoucí příjem (dividendy, úroky atd.) Základní rozdělení investičních instrumentů je na reálné, které mají hmatatelnou podobu (drahé kovy, nemovitosti...) a finanční (cenné papíry). (Veselá, 2007, s. 19)

Král jako hlavní druhy finančních trhů uvádí trh akciový, dluhopisový, měnový a komoditní. Akcie, dluhopisy, měnové páry a futures kontrakty jsou tedy čtyři hlavní finanční instrumenty. (Král, 2008, s. 7)

1.2 Akcie a akciový trh

Na akciovém trhu jsou předmětem obchodování akcie různých firem. Účastníci těchto trhů nabízejí a poptávají tyto akcie. Jejich cenu ovlivňují výsledky hospodaření konkrétních firem, tak i makroekonomická situace v dané zemi i ve světě. V následujícím textu je objasněno několik základních pojmů, principů a charakteristik akciového trhu. Akcie je snad tou nejběžnější formou cenného papíru. Vyjadřuje podíl na majetku akciové společnosti, její splatnost je proto neomezená. Akciová společnost emituje akcie o různých jmenovitých hodnotách. Součet všech jmenovitých hodnot jednotlivých akcií se rovná základnímu kapitálu společnosti. (Veselá, 2007, s. 203)

S vlastnictvím akcie jsou spojeny i určitá práva, konkrétně čtyři základní a to:

1. Právo podílet se na zisku společnosti – výplata dividend. Dividenda je podíl na zisku, jež akcionáři náleží, je to odměna za svěřený kapitál. Dividendová politika a obvyklá výše dividendy bývá též zohledňována při hledání tzv. *vnitřní hodnoty akcie*. (Veselá, 2007, s. 203)
2. Právo podílet se na řízení společnosti a hlasovat o projednávaných otázkách na valných hromadách. Váha jeho hlasu je obvykle dána jmenovitou hodnotou, ale i druhem jím držených akcií. Na valných hromadách může akcionář dále klást otázky a návrhy ohledně chodu firmy a jejího budoucího vývoje, volit orgány společnosti, nebo být sám do těchto orgánů volen. (Veselá, 2007, s. 204)
3. Právo podílet se na likvidačním zůstatku v případě zániku společnosti. Je třeba dodat, že držitel akcie má právo na část zůstatku až po tom, co jsou vyrovnány všechny závazky vůči věřitelům, neboť ručí za závazky společnosti až do výše svého vkladu. (Veselá, 2007, s. 204)
4. Předkupní právo na emisi nových akcií a to v takovém poměru, aby jeho podíl ve společnosti zůstal ve stejné výši. Práva akcionář může, ale nemusí využít. (Veselá, 2007, s. 204)

Akciový trh je tedy místem, kam investor vstupuje za účelem zhodnocení svých peněžních prostředků prostřednictvím nákupu (potažmo krátkého prodeje, nebo opčními obchody) akcií. Toto zhodnocení je dáno budoucími příjmy, které z vlastnictví akcie a jejího pozdějšího prodeje plynou. Investor se tedy zaměří na akcie těch firem, u nichž se domnívá, že by se jim v nadcházejících časech mělo dařit. Jinými slovy, vytipovává si ty firmy, u kterých očekává dosažení uspokojivých zisků a také i výplatu patřičných dividend, nebo firmy, u nichž očekává uspokojivý růst jejich tržní hodnoty. Z pohledu investora je samozřejmě velmi žádoucí, když nastanou oba tyto jevy zároveň, a v čím větší míře, tím lépe. (Kráľ, 2008, s. 16)

1.3 Obchodování na akciových trzích

Tato část se ve zkratce pojednává o těch nejzákladnějších principech a zásadách investování na finančních trzích (tedy nejen na těch akciových), na které by měl investor při snaze o zhodnocení svého majetku vždy myslet.

1.3.1 Investice versus spekulace

Benjamin Graham ve své knize uvádí následující definici: „*Investiční operace je taková, která po důkladné analýze slibuje bezpečné zachování jistiny a odpovídající výnos. Operace, které nesplňují tyto požadavky, jsou spekulacemi.*“ (Graham, 2009, s. 35) Tato definice má pro úspěšné obchodování na finančních trzích klíčový význam pro ty, kteří chtějí být v tomto obchodování dlouhodobě úspěšní. Správné rozhodování investora by mělo obsahovat minimum spekulativních prvků.

Daniel Gladiš dále doplňuje tento citát, když říká, že samotná spekulace není vlastně nic špatného, v mnohém pomáhá fungování trhů. Nicméně i tak svým čtenářům doporučuje se spekulacím na kapitálových trzích pokud možno vyvarovat. Spekulace jsou však nedílnou součástí obchodování na burzách. (Gladiš, 2010, s. 25)

Král' na konkrétním příkladu nepřímou naznačuje přípustné hranice spekulace. Popisuje zde svoji konkrétní zkušenost s investováním do ropy před obdobím hurikánů v mexickém zálivu. Spekuloval tak na růst ceny ropy, který zapříčiní přírodní katastrofa, jež se zde v určitou roční dobu a s určitou pravděpodobností vyskytuje. Z tohoto příkladu pro investora vyplývá, že i spekulace má na finančních trzích své místo. (Král', 2008, s. 36)

Důležité ale je, aby investor nezaměňoval fakta za spekulace. Měl by vždy vědět, která část jeho počínání splňuje kritéria investice (v souladu s Grahamovou definicí investice) a kdy pouze spekuluje. Tomu pak přizpůsobit své další jednání u každé jednotlivé investice. (Gladiš, 2010, s. 26)

1.3.2 Riziko

V předešlé části bylo poukázáno na to, jakou úlohu zaujímá v jednání investora prvek spekulace. Žádný investor se dnes spekulacím nevyhne, neboť jednou z mnoha pravd o finančních trzích je ta, že nikdo není schopen s jistotou říci, kam se budou finanční trhy v budoucnu vyvíjet, u jakého aktiva (ať už akcie, komodity nebo měnového páru apod.) jeho tržní cena v budoucnu poroste, nebo bude klesat. Nikdo nemá k dispozici zázračnou křišťálovou kouli. (Král', 2008, s. 6)

Pavel Kohout dodává, že veškeré obchodování na finančních trzích v různé míře spojeno se rizikem, investorovi se přílišné riziko může vymstít nejen tím, že se nezhodnotí jeho investice, ale rovněž i tím, že o část investice přijde, nebo v nejhorším případě i o celou investici. (Kohout, 2010, s. 14)

Riziko je spolu s výnosem a likviditou hlavními atributy investice, které potenciálního investora zajímají. (Veselá, 2007, s. 582)

K riziku jako takovému může investor zaujmout mnoho postojů, jistě není nic špatného na tom, pokud investor podstupuje vědomě větší riziko a může za to získat odpovídající výnos. Zrovna tak není špatně ani to, pokud se investor větším rizikům raději vyhýbá „za cenu“ nižších výnosů. (Král, 2008, s. 72)

Benjamin Graham ve své knize uvádí princip tzv. *margin of safety* (často překládáno jako „bezpečnostní polštář“). Princip této metody spočívá v tom, že nezávisle na způsobu nalezení vnitřní hodnoty akciového titulu investor nakoupí akcii pouze v případě, že její tržní hodnota je hluboko pod její vnitřní hodnotou. Investor tak minimalizuje riziko ztráty. (Graham, 2009, s. 433)

Investor při obchodování na finančních trzích toto finanční riziko podstupuje. Finanční riziko je definováno jako potenciální finanční ztráta. Existuje pět hlavních finančních rizik: úvěrové, tržní, likvidní, někdy se uvádí i riziko operační a riziko obchodní. Pro tuto práci je podstatné tržní riziko, konkrétně pak akciové riziko. Akciové riziko je potenciální ztráta, která může investorovi vzniknout při obchodování s akciemi. Tato ztráta může být způsobena změnou ceny akcií, změnou volatility akcií nebo změnou výše vyplácených dividend. (Jílek, 2009, s. 67)

Pojem volatilita je z latinského slova *volare – létat*. Vyjadřuje „pohyblivost“ tržní ceny akcie (i jiných aktiv). Po nákupu konkrétní akcie je pro investora samozřejmě žádoucí, aby její tržní cena stoupala. Nicméně to tak být nemusí, cena může klesat a to i bez zřejmého důvodu. Investor by si před nakoupením této akcie měl být vědom i toho, jak moc cena dané akcie na trhu kolísá a s tím také počítat. (Kohout, 2010, s. 121)

1.3.3 Diverzifikace portfolia

Jedná se vlastně o rozložení rizika. Investor svoje peníze uloží do několika různých typů investic. Důležité je, aby tyto investice nebyly spolu vzájemně příliš korelovány, to znamená, aby se vzájemně neovlivňovaly. (Gladiš, 2010, s. 23)

Gladiš zároveň dodává, že diverzifikace portfolia sice snižuje riziko, ale také snižuje výnosy. Čím větší je počet titulů v portfoliu, tím menší má investor přehled o jednotlivých titulech, tím zbrkleji je vybírá. Dokonale diversifikované portfolio je vlastně tržním indexem –

obsahuje všechny tituly na trhu. Diversifikace by měla sloužit spíše k eliminaci vlastních chybných úsudků investora. (Gladiš, 2010, s. 24)

Otázka diversifikace je poněkud složitější, než by se na první pohled mohlo zdát. Je jasné, že nelze vsázet vše na jednu kartu, ale ani bezhlavě vybírat investice jen proto, aby bylo riziko rozloženo. Jak portfolio diverzifikovat záleží na situaci. Objem financí, které má investor k dispozici, nemusí být například nutně investován v jeden okamžik - diverzifikace v čase. Někdy totiž nastanou situace, kdy se na trzích propadají akciové tituly bez ohledu na region, nebo odvětví. Diverzifikace v čase tedy spočívá v tom, že investor investuje část prostředků vždy po určité době. Vyhne se tak masivním propadům v horších dobách. V souvislosti s tím je dobré stanovit si investiční horizont finance. Může se stát, že vybrané akcie ihned po nákupu začnou klesat. V takovém případě je těžké uchovat si chladnou mysl a s čistou hlavou rozhodnout o prodeji, nebo podržení titulu. (Kohout, 2010, s. 123)

Diversifikovat se mnohdy vyplácí i v rámci jednoho odvětví. Pokud je investor přesvědčen, že objevil odvětví, které v budoucnu zaznamená dynamický růst, je jistě lákavé investovat i větší sumu do přední firmy v oboru. Je třeba si ale uvědomit, že v mnoha případech se může objevit konkurence, která, přesto že nebyla v oboru první, může se stát jedničkou v oboru a své rivaly nechá daleko za sebou. Proto i v tomto případě je třeba myslet na zásadu diversifikování rizika. (Král, 2008, s. 57)

1.3.4 Investiční horizont

Investice, která může být vhodná pro dlouhodobé uložení peněz, se může velmi vymstít investorovi, který sem své peníze investoval pouze na několik měsíců. Investor, který počítá s tím, že své peníze zainventuje na několik let do určitého aktiva, musí mnohdy umět udržet nervy, když pár dní po jeho investici toto aktivum ztratí na hodnotě i několik desítek procent. Záleží na příčině poklesu, cena se během krátké doby může opět vrátit na svoji původní hodnotu. (Kohout, 2010, s. 13)

1.4 Základní fáze procesu investování

Proces investování má čtyři základní fáze:

1. Volba strategie (investičního záměru)
2. Analýza dokumentů finančních trhů
3. Sestavení portfolia
4. Revize hodnocení výkonnosti portfolia (Polách a kol. - 1. část, 2008, s. 34)

Vzhledem k zadání této práce byly dále popsány pouze první a druhá fáze investičního procesu.

1.4.1 Volba strategie (investičního záměru)

Zprv je třeba stanovit cíl, který by měl být danou investicí dosažen. V tomto ohledu se nabízí stanovení určitého výnosu jako konkrétního cíle, kterého by měla investice dosáhnout během určeného investičního horizontu a za určitého rizika. Zadruhé je třeba specifikovat množství vloženého kapitálu. Zatřetí je třeba analyzovat daňové postavení investora. Nakonec investor musí zvolit vhodný finanční instrument. (Polách a kol. - 1. část, 2008, s. 34) Pro účely této práce byly jako finanční instrument již předem vybrány akcie.

1.4.2 Analýza akcií

Analytici se již po několik století zajímají o pohyby akciových kurzů. Snaží se jednak o vysvětlení minulých pohybů, ale i predikci budoucího vývoje. K analyzování akcií a následnému rozhodnutí o nákupu (ale i prodeji) akcií se používají různé metody. Dá se však obecně říci, že se tyto metody dělí do skupin fundamentální, technické a psychologické analýzy. Ty tvoří tedy jakési tři základní přístupy. Jde o dělení podle předmětu analýzy, tedy to co je zkoumáno. Každá z těchto analýz má svůj specifický způsob využití a aplikovatelnost, je často vhodné je kombinovat. (Veselá, 2007, s. 273)

1.4.2.1 Fundamentální analýza

Jedná se o nejkompexnější a nejpoužívanější analytický přístup. Tato metoda je nejnáročnější na vstupní informace. Fundamentální analýza nezkoumá pouze konkrétní firmu, ale věnuje pozornost i odvětvovým a globálním faktorům. Pomocí fundamentální analýzy analytik hledá takzvanou „vnitřní hodnotu akcie“. Vnitřní hodnota akcie vyjadřuje její aktuální reálnou hodnotu, jakousi „správnou cenu“, a sice bez ohledu na to za jakou cenu je akcie aktuálně dostupná na trhu. Ta může pak investorovi přinést slušné zisky, pokud se významným způsobem liší od tržní hodnoty – akcie je trhem znatelně nadhodnocená, nebo podhodnocená. Závěry fundamentální analýzy jsou využitelné pro dlouhodobý a střednědobý investiční horizont. (Veselá, 2007, s. 277)

1.4.2.2 Technická analýza

Technická analýza jako zdroj informací využívá grafů. Pomocí dosavadního vývoje cen daného aktiva, obchodovaných objemů a dalších pomocných ukazatelů se pomocí technic-

ké analýzy snaží analytik předpovědět budoucí vývoj trendu. Technická analýza má své uplatnění především v krátkodobém časovém horizontu. (Veselá, 2007, s. 422)

1.4.2.3 Psychologická analýza

Zatímco předmětem zkoumání fundamentální a technické analýzy je akcie jako taková, psychologická analýza se zabývá zkoumáním chování investorů na burzách. Investování jako činnost je totiž značně ovlivněna lidskými emocemi, které investorům ne vždy daří udržet na uzdě, což se může (většinou negativně) projevit v jejich výsledcích (Veselá, 2007, s. 465)

V dalším podrobnějším pojetí těchto tří analýz se jednotliví autoři odborné literatury někdy značně liší. Jitka Veselá uvádí tyto tři analýzy odděleně s důrazem na to, že psychologická analýza je analýzou doplňkovou. (Veselá, 2007, s. 274) Král zastává velmi blízké stanovisko s tou výjimkou, že psychologická analýza je již přenesena do grafů a je tedy součástí technické analýzy. Klade důraz na fundamentální analýzu, nicméně jedním dechem dodává, že pro celkový úspěch musí analytik provést i analýzu technickou. (Král, 2008, s. 16)

2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Jak již bylo uvedeno výše fundamentální analýza pro svoji komplexnost a využívá velkého množství vstupních dat. Bývá prováděna na třech základních úrovních:

1. Makroekonomická analýza
2. Odvětvová analýza
3. Firemní analýza

Pokud je prováděna v takto stanoveném pořadí, říkáme, že je prováděna takzvaně seshora. Lze postupovat samozřejmě i opačnou cestou – zezdola. (Veselá, 2007, s. 277)

Následující text se týká analýzy pouze ekonomické. Podle Krále lze dané aktivum analyzovat i z hlediska politických, sezónních a spekuláčních vlivů. (Král, 2008, s. 30)

2.1 Makroekonomická analýza

Tato část analýzy je zaměřena na ohodnocení vlivu celé ekonomiky a trhu na konkrétní akcii. Jako zdroj informací slouží makroekonomické ukazatele jako například úrokové míry, inflace, HDP, peněžní zásoba, platební bilance a další. Pokud jde o zadlužení a platební schopnost dané země, lze vycházet z hodnocení ratingových agentur, ale to je nutno brát s jistou rezervou. Všechny Tyto ukazatele je důležité zkoumat nejen na úrovni země, kde firma sídlí a kde je obchodována, ale také v zemích, které mají na danou ekonomiku větší vliv. Jsou zde sledovány vazby mezi některými ukazateli a cenami akcií. Například pokud vzrostou úrokové míry, lze očekávat pokles cen akcií. Nejlogičtější vysvětlením se zdá být to, že akciový trh a trh dluhopisů si konkurují a při růstu úrokových měr výnosy z akcií klesají, zatímco výnosy z dluhopisů stoupají. (Král, 2008, s. 29)

2.1.1 Předstihové ukazatele (ex ante)

Předstihové ukazatele jsou pro analytika nejvýznamnější právě proto, že mu poskytují informace o příštím vývoji firmy, odvětví, ale i celé ekonomiky. Patří sem například vývoj peněžní zásoby, zda rostou či klesají žádosti o podporu v nezaměstnanosti, index spotřebitelské důvěry (vypočítávan v Michigan Institut) a další (Král, 2008, s. 29). Pro účel této práce byly vybrány pouze některé ukazatele, jejichž princip je popsán v následujícím textu.

2.1.1.1 Peněžní zásoba a její vývoj

Růst peněžní nabídky přímý vliv na růst akciových trhů. (Polách a kol. - 2. část, 2008, s. 153) V Evropské Unii a eurozóně jde o velmi důležitý ukazatel. Sleduje množství peněz za dané období v jednotlivých ekonomikách. Nepříměřený růst okolo 5-6% a výše může signalizovat inflaci, tedy lze očekávat zvýšení úrokových sazeb. (Kráľ, 2008, s. 43)

2.1.1.2 Spotřební indexy CCI a CSI

Tyto indexy zjišťují a kvantifikují pocity a odhady amerických domácností ohledně toho, co si budou moci v nejbližší době dovolit. Pokud tyto indexy rostou, je to zároveň růstový signál pro akciové trhy a celou ekonomiku. Spotřebitelské výdaje v USA tvoří asi 70% celkového HDP, proto jsou oba tyto indexy velmi sledované. (Kráľ, 2008, s. 44)

2.1.1.3 Non-farm payrolls

Počet nově vytvořených míst v nezemědělském sektoru. Dlouhodobý stabilní růst indikuje i růst akciových trhů a ekonomika celkově. Pokles signalizuje růst nezaměstnanosti. Zánik nových pracovních míst signalizuje recesi, akciové trhy pak také klesají, nebo stagnují. (Kráľ, 2008, s. 45)

2.1.2 Současné (present) indikátory.

Ukazují aktuální vývoj ekonomiky, odrážejí současný stav. Patří sem například prodej aut za poslední měsíc, objem průmyslové produkce za poslední měsíc, vývoj hodinových mezd za poslední měsíc a další. (Kráľ, 2008, s. 46) V této práci byl jako zástupce současných indikátorů vybrán ukazatel vývoje maloobchodních tržeb.

2.1.2.1 Maloobchodní tržby

Informuje o vývoji spotřebitelské poptávky, tedy poptávky od domácností. Jeho pokles, stagnace nebo růst indikuje pokles, stagnaci nebo růst HDP. (Kráľ, 2008, s. 47)

2.1.3 Zaostávající ukazatele (ex post)

Jsou to ukazatele, které se zpožděním popisují průběh dané ekonomiky a hospodářského cyklu. To, že poskytují stará data je jejich značnou nevýhodou. To je třeba při analýzách zohledňovat a tyto ukazatele korigovat předstihovými a současnými ukazateli, abychom dostali lepší vypovídací hodnotu. (Kráľ, 2008, s. 49) V praktické části této práce byly při makroekonomické analýze použity tyto ukazatele.

2.1.3.1 *Platební bilance*

Zachycuje objem všech plateb směřujících z ekonomiky do zahraničí i ze zahraničí do dané ekonomiky. Podstatný je její schodek, tedy rozdíl mezi penězi, které do ekonomiky přišly a penězi, které z ekonomiky odešly. Má vliv na vývoj měnového kurzu. Investoři sledují především její běžný účet, který zachycuje hlavně vývoz a dovoz zboží a služeb. (Král, 2008, s. 49) Čistý export, tedy vývoz minus dovoz je však i součástí HDP. (Kloudová, 2009, s. 56)

2.1.3.2 *HDP*

Podle Krále je růst HDP doprovázen růstem akciových trhů. Při výrazném růstu lze však očekávat intervenci ze strany centrální banky, která zvýšením úrokových sazeb růst HDP ztlumí, což se ale okamžitě projeví poklesem akcií. Král ještě dále dodává, že tento růst musí být důsledkem lepšího využití vnitřních zdrojů, nikoli financováním ekonomiky výdejem státních dluhopisů apod. (Král, 2008, s. 49)

Kohout tuto myšlenku dále rozvíjí, když říká, že velmi záleží na tom, zda jsou peníze v ekonomice vynakládány efektivně. Na HDP lze zjednodušeně pohlížet jako na sumu peněz, které se za dané období v ekonomice utratí, nebo také jako na peníze, které se utrží. Důležité však je, aby tyto prostředky byly vynakládány efektivně. To znamená, aby rostla životní úroveň obyvatel, protože samotný růst HDP v ekonomice je pouze růstem nákladů. To, jak efektivně jsou tyto náklady využívány, se odráží právě na životní úrovni obyvatelstva. Kladný vztah mezi HDP a akciovým trhem ale dokládá fakt, že nikde na světě neexistuje prosperující ekonomika bez kapitálového trhu. Nelze však zcela spoléhat na nějaký jednoduchý vztah, především ne z krátkodobého hlediska. (Kohout, 2010, s. 87)

Je třeba dodat, že ukazatel růstu HDP je ukazatel zpožděný. Podle Polácha je to na akciovém trhu asi 6 měsíců. Je to také tím, že investoři svými pokusy předpovídat vývoj HDP často sami růst, nebo pokles HDP ovlivňují, přesněji zvýrazňují. (Polách a kol. - 2. část, 2008, s. 152)

Siegel dodává, že to, zda bude vyšší, než očekávaný růst následován zvýšením úrokových sazeb, záleží do značné míry na aktuální fázi hospodářského cyklu. Pokud je období recese, pak je zbytečné obávat se zásahu centrální banky a vyšší růst HDP (případně i jiné lepší neočekávané výsledky u ostatních ekonomických dat) bude mít pozitivní dopad na akciové trhy. (Siegel, 2011, s. 186)

2.1.3.3 Nezaměstnanost

Zvyšující se nezaměstnanost je pro investora spíše dobrou zprávou, neboť lze očekávat snížení úrokových měr. Je třeba ale dodat, že při rozhodování centrální banky o úrokových mírách je k míře nezaměstnanosti přihlíženo až v druhé řadě, centrální banka totiž primárně zajímá inflace a hospodářský růst. (Kohout, 2010, s. 91)

Lze se však na nezaměstnanost podívat i z druhého úhlu. Pro investory je poměrně významným ukazatelem počet nově vytvořených pracovních míst, který má na trh pozitivní vliv a je jedním z nejdůležitějších dat pro makroanalýzu v USA. (Polách a kol. - 2. část, 2008, s. 154) Analogicky jde o stejnou situaci, jako v případě HDP. Zda se úrokové sazby budou zvyšovat při prudce klesající nezaměstnanosti (a naopak) záleží na aktuální fázi hospodářského cyklu.

2.1.3.4 Úrokové míry

Pokles úrokových měr má za následek zpravidla růst cen dluhopisů, neboť dluhopisy emitované před snížením úrokových sazeb nabízejí najednou výhodnější úrokové výnosy, než které budou nabízet dluhopisy vydané po snížení sazeb. Analogicky to platí i u hodnoty akcií, protože jejich hodnota je vnímána na trhu také jako hodnota budoucích dividend. Vliv úrokových měr na akcie není ale tak významný, jako v případě dluhopisů, neboť u akcií záleží i na mnoha dalších faktorech, jako je například aktuální fáze hospodářského cyklu. Navíc u akcií není výše dividendy nijak zaručena. (Kohout, 2010, s. 61)

2.1.3.5 Inflace

Inflace, tedy růst cenové hladiny, je v ekonomice jev, který se centrální banky snaží udržovat v jistém stabilním rozmezí. Například ECB deklaruje dlouhodobý inflační cíl 1,5-2%. (Krář, 2008, s. 153) Nástrojem pro regulaci inflace jsou úrokové míry stanovené centrální bankou, snížení úrokových měr krátkodobě povzbudí ekonomiku, ale i inflaci. Naopak pokud růst ekonomiky v krátkém období překračuje dlouhodobý průměr, vznikají inflační tlaky, které má centrální banka za úkol regulovat, nejčastěji zvýšením úrokových měr. Je třeba dodat, že pokud je ekonomika v útlumu a centrální banka se má rozhodovat mezi aktivním snižováním inflace a expanzivní politikou, která povzbudí ekonomický růst, pak v posledních letech stále častěji dostává přednost nastartování ekonomického růstu. Pokud jde o přímý vliv, tak inflace patrně nemá na cenu akcií žádný podstatný vliv. Hodnota majetku v podniku se totiž zvyšuje spolu s cenovou hladinou, akcie může tedy i ochraňovat

majetek investora proti inflaci. Vyšší míra inflace může však mít za následek přemístění kapitálu z akciového trhu do vybraných komodit, do nemovitostí apod., čímž cena akcií poklesne. Na rozvíjejících se trzích lze i při vysokých mírách inflace hodně získat, ale i hodně ztratit. Jistější je investovat do akcií na rozvinutých kapitálových trzích, kde je míra inflace nízká a stabilní. (Kohout, 2010, s. 83)

2.2 Odvětvová analýza

Fundamentální analýza odvětví umožní získat cenné informace o tom, jak se v blízké budoucnosti bude vyvíjet dané odvětví. Prozradí, které odvětví bude ztrátové, které bude stagnovat a které bude růst. Růstové odvětví je pochopitelně pro investora nejzajímavější. (Král, 2008, s. 55)

Veselá charakterizuje tři kritéria, která jsou v analýze odvětví pro investor důležitá. Jde o životní cyklus odvětví, citlivost na hospodářský cyklus a roli regulatorních orgánů.

2.2.1 Životní cyklus odvětví

Lze jej charakterizovat jako sled určitých po sobě jdoucích fázích, kterými odvětví prochází od svého vzniku, případně od uvedení zásadních inovací. Tyto etapy se zásadním způsobem odrážejí na tržbách, zisku a tedy i cenách akcií firem, které v odvětví podnikají. Existují tři základní fáze. (Veselá, 2007, s. 291)

2.2.1.1 Pionýrská fáze

Zprv je to fáze pionýrská, která zahajuje životní cyklus. Charakteristický je pro tuto fázi prudký vzestup poptávky po nových, resp. zásadně inovovaných produktech. To je příčinou nadprůměrných zisků firem, ale i lákadlem pro konkurenci. Mnoho firem v této fázi z trhu odpadne, pozice firem nejsou silné a jejich akcie často velmi kolísají. Obecně jde o možnost velkého výnosu pro investora, ovšem za cenu značného rizika. (Veselá, 2007, s. 292)

2.2.1.2 Fáze rozvoje

Ve fázi rozvoje si podniky budují na trhu svoji pozici, rostou a expandují. Odvětví se stabilizuje, klesá kolísavost zisků, tedy i cen akcií. Poptávka roste pomalejším tempem, stále je v odvětví vysoký stupeň konkurence. Obecně to pro investora znamená, že se v odvětví oproti pionýrské fázi snižuje riziko za cenu nižších výnosů. (Veselá, 2007, s. 293)

2.2.1.3 Fáze stabilizace

Jde o konečnou fázi v životním cyklu. Odvětví je stabilní, podniky si udržují svoje pozice na trhu. Zpravidla v této fázi klesají ceny nabízených produktů. Zisky firem stagnují, nebo dokonce mohou klesat, jako ceny jejich akcií. Některé firmy v této fázi odvětví opouštějí. Další vývoj může přijít pouze se zásadní inovací, čímž opět nastane pionýrská fáze. (Veselá, 2007, s. 293)

2.2.2 Citlivost na hospodářský cyklus

Ekonomika neroste pravidelným tempem, nýbrž se v různě dlouhých intervalech střídají období růstů a poklesů. Obvykle jsou to tedy tyto 4 fáze: růst, vrchol, pokles, dno. (Kloutová, 2009, s. 167)

2.2.2.1 Cyklická odvětví

Vývoj hospodářských výsledků těchto firem kopíruje průběh hospodářského cyklu. Podniky v cyklických odvětvích vykazují nejvyšší zisky v období růstu ekonomiky a největší pokles zisku zaznamenávají v období recese. Produkují výrobky a služby, jejichž spotřebu lze odložit na příznivější dobu. Patří sem například automobilový průmysl, stavebnictví, strojní průmysl a další. (Veselá, 2007, s. 294)

2.2.2.2 Neutrální odvětví

Mezi hospodářskými výsledky firem podnikajících v těchto odvětvích a aktuální fází hospodářského cyklu není zřetelná korelace. Patří sem nezbytné výrobky a služby jako například potraviny, nápoje, drogistické zboží, farmaceutika a podobně. (Veselá, 2007, s. 294)

2.2.2.3 Anticyklická odvětví

V těchto odvětvích zažívají podniky nejvyšší tržby ve fázi recese. Jde o firmy, které nabízejí určitý substitut, tedy levnější náhražku určitého produktu. Jako příklad z historie lze uvést kabelovou televizi, která v době krize v 70. letech nahrazovala cestování. (Veselá, 2007, s. 294)

2.2.3 Role regulatorních orgánů

Každé odvětví je zpravidla nějakým způsobem regulováno. Při vstupu do některých odvětví je vyžadována zvláštní licence, což může zvyšovat bariéry vstupu. To podle požadavků na získání této licence. Jindy je regulována cena výsledného produktu, nebo je na produkt

uvalena zvláštní daň. Záleží i na tom, jak dané odvětví podporuje stát a do jaké míry využívá jeho produktů a služeb. V neposlední řadě jsou důležitá i pravidla pro hospodářskou soutěž. (Veselá, 2007, s. 300)

2.3 Firemní analýza

Dříve, než bude přikročeno k metodickým postupům a výpočtům jednotlivých ukazatelů, je třeba osvětlit dvě konkrétní formy zisku. První je tzv. EBIT, tedy v nezkráceném znění Earnings Before Interests and Tax (zisk před úroky a zdaněním). V anglofonních zemích je EBIT počítán jako rozdíl operativních výnosů a operativních nákladů. Ve výpočtech v praktické části této práce EBIT zahrnuje i mimořádný výsledek hospodaření, jde tedy o celkový hospodářský výsledek před odečtením úroků a zdaněním. Druhou formou zisku, která figuruje ve výpočtech v praktické části je EAT, v nezkráceném znění Earnings After Tax (zisk po zdanění). Jedná se o čistý zisk, kterého firma za dané hospodářské období dosáhla. Z tohoto zisku je dále vyplacena dividenda a zbytek zůstává v podniku jako vlastní kapitál. (BusinessVize, ©2010-2011)

Fundamentální analýza na úrovni firmy je komplexním postupem hodnocení jednotlivých firem, u kterých je zvažována investice na základě výsledků předešlé globální (makro) a odvětvové (mezzo) analýzy. Zde je vhodné zmínit, že fundamentální analýza na úrovni podniku, byť vykazuje sebelepší výsledky, tak nemá pro investora valnou hodnotu, pokud se firma nachází v zemi, kde jsou v tržní ekonomice běžné uplatňovány netransparentní principy. Nestandardní chování vlády, vlastníků nebo managementu je pro investora jasným varovným signálem. (Krář, 2008, s. 63)

2.3.1 Podrobná finanční analýza

Účelem finanční analýzy je utvořit celkový obraz o finančním zdraví firmy. Jako zdroj informací k tomu slouží výkazy účetní uzávěrky, konkrétně rozvaha, výkaz zisku a ztrát a výkaz Cash flow. Sestavením poměrových ukazatelů lze získat představu o finančním zdraví firmy, je třeba si ale uvědomit, že data v těchto výkazech jsou data opožděná a často pouze statická (stavová – v rozvaze a cash flow), což snižuje vypovídací hodnotu vypočítaných ukazatelů. Přesto i tak mohou poskytnout užitečné informace, zvláště jsou-li srovnávány v čase. Dalším zdrojem informací může být výroční zpráva firmy, nebo příloha účetní uzávěrky. (Krář, 2008, s. 63) Finanční analýza se zaměřuje na následující druhy ukazatelů:

2.3.1.1 Ukazatele rentability

Pro potenciálního investora asi nejdůležitější skupina ukazatelů, jde o ukazatele, které indikují výnosnost. (Král, 2008, s. 67) Rentabilita se dá obecně charakterizovat jako měřítko schopnosti dosahovat zisk použitím investovaného kapitálu. Pro investora je tedy rentabilita hlavní rozhodovací kritérium a platí, že čím vyšších hodnot dosahuje, tím lépe. Je dobré tyto hodnoty posuzovat v delším časovém kontextu, aby byly eliminovány krátkodobé výkyvy. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 96)

Ukazatel ROA měří výkonnost neboli produkční sílu podniku. Počítá se z hodnoty EBIT, tedy zisku před odečtením daní a úroků. Není tedy zkrácen daňovým zatížením, které je v každé zemi jiné, ani mírou celkového zadlužení podniku. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 97)

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

Poměrovým ukazatelem ROE je měřena výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku, tedy držiteli akcií. Jelikož jsou akcie obecně rizikovější než dluhopisy, měla by se tato hodnota pohybovat minimálně několik procent nad výnosností dlouhodobých dluhopisů, tj. se splatností deset let a výše. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 98)

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Ukazatele rentability lze také chápat jako ukazatele efektivnosti managementu. Ukazuje totiž schopnost managementu pro své akcionáře vytvářet zisk, který jim buď rozdává formou dividend, nebo tento zisk zůstává dále ve firmě, což zvyšuje hodnotu akcie na trhu. Hodnota ukazatele ROA by měla být minimálně 12%. Záleží na oboru, kde firma podniká, vysoce produktivní obory mohou mít ROA i 20%. ROE by mělo být asi 2x vyšší než ROA, záleží na poměru VK k celkovému kapitálu. Jako minimální doporučenou hodnotu Král uvádí ROE vyšší než 10%, raději však spíše vyšší než 30%. (Král, 2008, s. 89)

Ukazatel Profit Margin (Zisková marže) udává čistý zisk na jednotku tržeb vyjádřený v procentech. Pro investora je firma zajímavější, čím vyšší je tento ukazatel. Nesmí to ale být vlivem krátkodobého výkyvu, podnik by měl mít permanentně co nejvyšší tiskovou marži. (Král, 2008, s. 87)

$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{EAT}}{\text{Celkové tržby}} * 100$$

2.3.1.2 Ukazatele likvidity

Pomocí ukazatelů likvidity je měřena aktuální platební schopnost podniku. (Král, 2008, s. 69) V praktické části této práce byl z ukazatelů likvidity použit ukazatel current ratio.

Ukazatel current ratio mezi sebou poměruje krátkodobá aktiva a krátkodobá pasiva. Hodnota tohoto ukazatele by měla být nejméně 2. (Gladiš, 2010, s. 85) Podle Krále by krátkodobá aktiva měla být větší, než krátkodobé závazky, tedy minimální hodnota by měla být vyšší než 1. Čím vyšší, tím lépe. (Král, 2008, s. 87)

Knápková a Pavelková tento ukazatel mají ve své knize „Finanční analýza“ uveden pod pojmem *běžná likvidita*. Hodnota ukazatele 1 je značně riziková, doporučují proto hodnotu v rozmezí 1,5 – 2,5. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 90)

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Obezna aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

2.3.1.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti vypovídají o struktuře pasiv, a o tom, zda podnik nemá problémy s předlužením. Důležitou položkou jsou z tohoto hlediska i nákladové úroky. Ty v poměru k celkovému dluhu určují vážený průměrný úrok. Ten se samozřejmě s rostoucím zadlužením zvyšuje, neboť čím je dluh firmy vyšší, tím dražší jsou pro ni nové úvěry. (Král, 2008, s. 96) V praktické části této práce byl použit ukazatel Total Debt/Total Equity (Celkový dluh/celkový majetek).

Ukazatel Total Debt/Total Equity (TD/TE) je jedním z nejvýznamnějších ukazatelů finanční i fundamentální analýzy. Podává informaci o podílu celkového dluhu na celkových aktivech. Uvádí se v procentech. Obecně platí, že je firma zdravá, pokud výše dluhu dosahuje asi 25% celkových aktiv. Pokud je na úrovni 50% z celkových aktiv, pak firma začíná mít problémy se získáváním financí a za další půjčky musí platit stále vyšší úrok. (Král, 2008, s. 96)

Gladiš udává, že by tento ukazatel neměl překročit hodnotu 0,6 a dodává, že u energetických a vodárenských společností je možno tolerovat i hodnotu 1. (Gladiš, 2010, s. 85) Velkou roli zde totiž hraje i fakt, v jakém firmě podniká odvětví. Například v České republice

se doporučená míra zadlužení byla v roce 2008 v průmyslu a službách na 47%, ve stavebnictví pak 67%. To je ale doporučená míra z pohledu řízení podniku, neboť cizí kapitál má pro vedení firmy tu výhodu, že oproti kapitálu vlastnímu (tedy získaným prodejem akcií) je levnější. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 84)

$$TD/TE = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}} * 100$$

Finanční analýza je poměrně dostačujícím nástrojem pro vykreslení finančního zdraví firmy. Pro analytika je finanční analýza většinou účinným prostředkem pro odhalení potenciálního nebezpečí. (Krář, 2008, s. 96)

2.3.2 Komplexní finanční analýza

Úkolem této části analýzy je podat další informace o minulém, ale hlavně budoucím stavu daných firem. Ukazatele se týkají zjištění reálné hodnoty firmy. Investor pomocí dalších ukazatelů a jiných informací zjišťuje další údaje o ziskovosti firmy, kvalitě managementu nebo třeba také to, kdy ve firmě začíná a končí fiskální rok, nebo který den přichází na výplatu dividend. Všechny tyto informace je nutno zahrnout do celkového rozhodnutí o investici. (Krář, 2008, s. 73) V následujícím textu jsou popsány některé ukazatele, které byly použity v praktické části této práce.

2.3.2.1 Market Value

Market Value (MV), neboli tržní hodnota, je hodnota firmy vyjádřená podle ceny její akcie. Vypočítá se součinem celkového počtu akcií a její aktuální ceny na trhu. V několika následujících vzorcích může často figurovat jako vstupní údaj kvůli zjednodušení výpočtu. (Krář, 2008, s. 75)

$$MV = \text{Počet akcií} * \text{Tržní cena akcie}$$

2.3.2.2 Earnings Per Share, P/E a P/E/G

Earnings Per Share (EPS) je čistý zisk připadající na jednu akcii. Vypočítá se tak, že se podělí čistý zisk počtem akcií. Používá se jako vstupní údaj pro výpočet ukazatele P/E. Ukazatel P/E udává, za kolik let se investorovi vrátí investovaný kapitál. Výpočet je cena akcie podělená EPS. Čím je tedy P/E nižší, tím rychleji se investorovi vrátí investovaný kapitál a je zde i vyšší předpoklad růstu ceny akcie i růstu výplaty dividend. Doporučená hodnota tohoto ukazatele je méně než 20, lépe však je, když je tato hodnota maximálně 10.

Jelikož, především díky pohyblivé ceně akcií, tato veličina denně mění svoji hodnotu, je třeba ji neustále sledovat. Ukazatel P/E/G Na rozdíl od P/E počítá i s vývojem tržeb, obvykle totiž s růstem tržeb dochází i k růstu zisků firmy. Je dobré k tomu sledovat i zprávy o vývoji firmy z výročních zpráv a tisku. Pokud tržby pravidelným tempem každý rok (nebo čtvrtletí) dlouhodobě narůstají, lze předpokládat, že tuto míru růstu (G) budou držet i nadále. To by se mělo projevit i na ukazateli P/E. (Král, 2008, s. 78)

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{EPS}} \qquad P/E/G = \frac{\frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{EPS}}}{G}$$

2.3.2.3 Price to Sales

P/S je ukazatel, který vhodně doplňuje P/E. Poměří cenu akcie a tržby na jednu akcii. Tržby na akcii lze spočítat jednoduše tak, že se podělí celkové tržby za rok celkovým počtem akcií. Případně lze použít do vzorce tržní hodnotu firmy a celkové tržby, výsledek bude stejný. Firmy s nízkou hodnotou P/S rostou totiž rychleji, než firmy s nízkým P/E, ale vyšším P/S. Hodnota P/S by neměla být vyšší než 2. Před koupí akcie je však nutné si zjistit, zda je firma skutečně zdravá a že její nízké P/S není příčinou propadu ceny akcie kvůli hospodářským potížím. (Král, 2008, s. 78)

$$P/S = \frac{MV}{\text{Celkové tržby}}$$

2.3.2.4 Book Value a Tangible Book Value

Book Value (BV), neboli účetní hodnota firmy je snadno čitelná z účetních výkazů. Jde o sumu všech aktiv (nebo i pasiv). Problémem je, že účetní hodnota nezahrnuje tzv. *tiché rezervy*. Ty vznikají tak, že podnik ve svém účetnictví vede majetek v pořizovacích cenách. Tržní cena majetku se však v čase mění, především u aktiv s dlouhou životností se jejich tržní cena může měnit velmi výrazně (budovy, pozemky). Tiché rezervy jsou vlastně rozdílem mezi tržní a pořizovací cenou. Podobné je to s tzv. *Intangible assets* neboli *Intangibles*. To jsou zase aktiva nehmotného charakteru vedená v rozvaze firmy, jejich skutečná hodnota je však obtížně měřitelná, tudíž značně spekulativní. Sem patří například Goodwill, know-how apod. Tangible Book Value (TBV) je pak účetní hodnota očištěná o Intangibles a navíc v některých zemích do této hodnoty vstupují právě i zmíněné tiché rezervy. (Král, 2008, s. 81)

2.3.2.5 P/BV a P/TBV

Ukazatel P/BV (Price / Book Value) udává, kolik je trh ochoten zaplatit za majetek akcionářů, vlastně tedy kolik korun peněz teď stojí jedna koruna z bilanční sumy. Ukazatel je velmi přehledný a jednoduchý na výpočet, stačí podělit tržní hodnotu firmy bilanční sumou. Jak ale bylo vysvětleno v předešlém odstavci, místo bilanční sumy by investor měl využívat Tangible Book Value. (Krář, 2008, s. 81) Podle Gladiše je u P/BV v zásadě každá hodnota tohoto ukazatele ospravedlnitelná, avšak pochopitelně čím nižší hodnota bude, tím lépe. Ideální je, když je hodnota tohoto ukazatele 1,5 a méně. (Gladiš, 2010, s. 82)

$$P/BV = \frac{MV}{\text{Celková aktiva}} \qquad P/TBV = \frac{MV}{TBV}$$

2.3.2.6 Payout ratio

Ukazatel Payout ratio udává, kolik procent z čistého zisku vyplácí podnik akcionářům na dividendách. V souvislosti s ním je vhodné zmínit i dva pojmy. Prvním z nich je pojem *Dividend Date*. Je to den v roce, kdy akcionář musí akcii vlastnit, aby měl nárok na výplatu dividendy. Druhý pojem je *Ex-Dividend Date*. To je den, „od jehož počátku vlastník uvedené akcie nemá nárok na výplatu dividendy přesto, že ji nabyt před dnem rozhodným pro výplatu dividendy.“ To je důležité sledovat zejména u akcií s pravidelnou velkou dividendou. (Krář, 2008, s. 106)

$$\text{Payout ratio} = \frac{\text{Dividenda}}{\text{Zisk na akcii}}$$

2.3.2.7 Dividend Yield

Dividendový výnos (Dividend Yield) investorovi ukazuje, kolik procent k ceně akcie představuje výše dividendy. Z pohledu investora totiž není až tak důležitá absolutní výše dividendy, ale spíše její výše vzhledem k tržní ceně akcie. (Akcie.cz, ©2009)

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{Dividenda}}{\text{Tržní cena akcie}}$$

II. PRAKTICKÁ ČÁST

3 ZADÁNÍ MODELOVÉHO PŘÍKLADU

Investor vlastní akciové portfolio o celkové tržní hodnotě 1 000 000 Kč. V portfolio má investován svůj zbytný kapitál. Nedávno prodejem části držených akcií získal volné prostředky v hodnotě 200 000 Kč. Nyní hodlá tyto peníze znovu investovat do některého akciového titulu z oblasti hazardních her. Pro investora tedy objem prostředků k opětovnému investování představuje 20% portfolio. Cílem investice je při přiměřeném riziku zhodnotit volný kapitál v objemu 200 000 Kč minimálně o 30% v horizontu pěti let.

V následujícím textu jsou pomocí metodických postupů fundamentální analýzy analyzovány společnosti Bet-at-Home, Sportingbet a Fortuna Entertainment Group. Na základě výsledků analýzy bude vybrán titul, který je nejvhodnější v rámci zadaných podmínek.

4 MAKROANALÝZA

4.1 USA

Díky tomu, že ekonomika USA je největší ekonomikou na světě, má vývoj akciových trhů v USA globální dopad. Vývoj amerických finančních trhů se okamžitě promítá na burzy v Evropě a Asii. Proto je vhodné prozkoumat ekonomickou situaci USA a pokusit se odhadnout její budoucí vývoj.

4.1.1 Aktuální situace v USA

Americká ekonomika na začátku tohoto roku zaznamenala vlnu optimismu, vypadlo to na ukončení hospodářské krize, která započala hypoteční krizí v roce 2008 a trápí USA dodnes. Rostly tržby hlavně z prodeje oděvů, stavebních materiálů, elektroniky, ale i automobilů. Vzrůstal i počet pracovních míst. (Patria Online, ©1997-2012) To vše jsou pozitivní signály pro hospodářský růst.

Dne 20. 6. 2012 americká centrální banka (Fed) ve svém prohlášení oznámila prodloužení operace Twist, která měla skončit 30. června, až do konce roku 2012. V rámci operace Twist Fed tlačí na snížení dlouhodobých úrokových sazeb a chce tak usnadnit refinancování hypoték a financování podniků, aniž by do ekonomiky pouštěl další peníze. Za dobu trvání operace Twist se už dlouhodobé úrokové sazby dotkly rekordního minima, takže tento krok nebude mít patrně nijak výrazný dopad. Guvernér Fedu Ben Bernanke připouští, že může přijít další (v pořadí již třetí) vlna tzv. kvantitativního uvolňování, známého pod zkratkou QE (Quantitative Easing). (Patria Online, ©1997-2012) Při kvantitativním uvolňování centrální banka nakupuje vládní dluhopisy, čímž zvyšuje jejich cenu na trhu (takže snižuje úrok) a také zvyšuje množství peněz v oběhu. Negativním důsledkem jsou inflační tlaky, proto je třeba s tímto nástrojem zacházet obezřetně. (FXstreet.cz, ©2009-2012)

Třetí fáze kvantitativního uvolňování by pravděpodobně nastala jen v případě, že „růst HDP zpomalí výrazněji pod 2 % a nezaměstnanost přestane klesat nebo začne růst. Fed naznačil v posledním vystoupení Bernankeho, že je připraven ekonomiku podpořit právě v případě těchto komplikací.“ (Ihned.cz, ©1996-2012)

Bernanke ve zmíněném prohlášení přiznal, že optimistická očekávání Fedu z dubna nebudou letos naplněna. Je třeba dodat, že růst HDP (pro letošek je odhad 2,4%) a počtu pracovních míst je stále dotován americkou vládou. Letošní rok USA navýší svůj veřejný dluh

na 105,6% z loňských 102,6% HDP. (US Government Spending, 2012) Loni v létě musela americká vláda navýšit dluhový strop, aby se vyhnula formálnímu bankrotu. To se neobešlo bez politických tahanic, a nejistota ohledně potřebného navýšení pak měla výrazný negativní dopad na americký akciový trh, tím i na akcie v Evropě a Asii. Navíc hrozí, že brzy bude třeba strop opět navýšit, což může akciové trhy zase citelně zasáhnout. (Patria Online, ©1997-2012)

Hlavní úroková sazba stanovená Fedem se stále pohybuje v pásmu 0 - 0,25%, kde by měla zůstat minimálně do konce roku 2014. HDP v USA roste i díky rostoucí peněžní zásobě. V červnu Ben Bernanke uvedl, že peněžní zásoba nyní roste tempem 6 – 6,5%. (Patria Online, ©1997-2012) Růst peněžní zásoby okolo 5-6% a více je už kritická hranice pro vznik nepřiměřené inflace. (Krář, 2008, s. 43)

Dlouhodobě tedy pokračuje expanzivní monetární politika ze strany Fedu. Jak už bylo výše uvedeno, v praxi se často ukázalo, že centrální banky spíše podpoří ekonomický růst, když je to potřeba, než aby zasahovaly proti rostoucí inflaci. USA pravděpodobně nebude výjimkou. Navíc vysoká inflace působí ve prospěch dlužníka, takže by pomohla ukrajovat veřejný dluh Spojených států. Nejbližší kroky Fedu budou záležet i na vývoji dluhové krize v eurozóně a budoucnosti jednotné evropské měny.

Americká ekonomika je tedy v současné době tažena navyšováním veřejného dluhu a dlouhodobou expanzivní monetární politikou. Americká vláda neustále navyšuje svůj dluh, nicméně bude muset brzy přijít s plánem pro ozdravení veřejných financí a začít šetřit. To bude mít za následek další zpomalení růstu ekonomiky a samozřejmě i pokles hodnoty akcií.

4.2 Dluhová krize v eurozóně

4.2.1 PIIGS

Kritická situace nastává tehdy, pokud deficit odčerpává podstatnou část běžných příjmů státního rozpočtu. (Kohout, 2010, s. 92) V Evropské Unii, a především pak v eurozóně, v současné době nabírá na obrátkách dluhová krize. Evropské státy, které se dostaly do velmi špatné ekonomické situace vlivem velkého zadlužení, jsou v médiích často označovány zkratkou PIIGS. Toto je zkratka podle anglických názvů jednotlivých států – Portugal, Italy, Ireland, Greece a Spain (Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko a Španělsko). Tyto země, kvůli svým ekonomickým potížím a vysokým dluhům ve veřejných rozpočtech, mu-

sely požádat o mezinárodní finanční pomoc, (zatím s výjimkou Itálie, u které toto nebezpečí reálně hrozí). Trhem požadované úrokové výnosy desetiletých dluhopisů zemí PIIGS (u Irsku devítiletých dluhopisů) totiž překročily dlouhodobě udržitelnou míru.

Obecně je tato hranice asi na sedmi procentech úrokového výnosu z dluhopisu. Finanční pomoc z EU a MMF byla zpravidla podmíněna přijímáním úsporných rozpočtových opatření, neboť jde o státy s velmi štedrou sociální politikou. Velké škrty v rozpočtech pak samozřejmě často způsobily zpomalení hospodářského růstu i nárůst nezaměstnanosti. (Patria Online, ©1997-2012).

	10-year bond*	Moody's	Outlook	2012 debt	2012 deficit	2012 GDP
Portugal	10.21%	Ba3	Negative	113.9%	-4.7%	-3.3%
Ireland**	6.29%	Ba1	Negative	116.1%	-8.3%	0.5%
Italy	6.03%	A3	Negative	123.5%	-2.0%	-1.4%
Greece	25.67%	C	Developing	160.6%	-7.3%	-4.7%
Spain	6.95%	Baa3	Negative	80.9%	-6.4%	-1.8%
Effective : 6th July, 2012						
Compiled by NAMAWinelake						
Note: The 10-year bonds are mid-point closing prices						
The 2012 debt is the general Government Debt:GDP and the 2012 deficit is the public budget balance GDP						
The 2012 GDP is the forecast of real GDP growth year on year						
All sourced from EU Spring forecast 2012						
http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2011_spring_forecast_en.htm						
*Except Ireland which is a nine-year bond						

Obrázek 1 Dluhopisy zemí PIIGS (Nama Wine Lake, 2012)

První zemí, o které je třeba se zmínit a která je na tom z uvedené pětice jednoznačně nejhůře, je Řecko. Nedávná kontrola plnění podmínek záchranného úvěru z MMF však odhalila závažné nedostatky v plnění těchto podmínek, což je u Řecka dlouhodobý problém. Hrozí reálné vyloučení Řecka z eurozóny, což by značně zpochybnilo fungování eurozóny a hodnotu eura. I Portugalsko muselo kvůli výši státního dluhu požádat na jaře roku 2011 EU a MMF o finanční pomoc. Portugalsko však plní všechny podmínky dohodnuté pomoci. (Patria Online, ©1997-2012) Pozvolna se na trh vrací důvěra v portugalské dluhopisy, přitom ještě v lednu bylo Portugalsko žhavým kandidátem na odchod z eurozóny. (Yahoo! Finance, ©2012)

Za příklad ideálně se rozvíjející ekonomiky bylo dlouhá léta považováno Irsko. V období hospodářského rozmachu zdejší banky velmi hojně poskytovaly hypoteční úvěry s nízkou

úrokovou mírou a navíc za nepříliš náročných podmínek. To vedlo k nárůstu cen nemovitostí. Bankovní krize v USA v roce 2008 se promítla i do Evropy. Mnoho Irů ztratilo práci a nemohli splácet své hypotéky, nemovitosti propadly ve prospěch bank. Ceny nemovitostí na trhu prudce klesly a bankám tak musel pomoci stát. Začalo masivní zadlužování státního rozpočtu. (Aktuálně.cz, ©1999-2012) Irsko vzorně plní podmínky půjčky a nedávno dokonce opět prodalo malý objem státních dluhopisů na finančních trzích. (Patria Online, ©1997-2012) Ve Španělsku vznikla podobná situace jako v Irsku a USA. Španělské banky doplácují na hypoteční krizi, navíc otálejí s prodejem nemovitostí z nezaplacených hypotečních úvěrů kvůli nižším tržním cenám. (Investiční web, ©2009-2012)

Španělsko dne 25. 6. 2012 jako další země požádalo EU o finanční pomoc pro své banky. (Patria Online, ©1997-2012)

Itálie je třetí největší ekonomikou v EU. Itálii v posledních letech bývá často v EU vyčítáno, že nesnižovala svůj veřejný dluh v období před rokem 2008. Itálie souhlasila s dohledem ze strany zástupců EU a MMF, ačkoli doposud nečerpala žádnou mezinárodní záchrannou půjčku. Budoucím problémem by pro Itálii mohlo být i to, že její ekonomika je poměrně citlivá na vývoj ve Španělsku, které nedávno požádalo o mezinárodní finanční pomoc pro své banky. (Patria Online, ©1997-2012)

4.2.2 ECB

Evropská Centrální Banka podniká pro ozdravení ekonomiky po dobu trvání krize různá opatření, aby zajistila stabilitu bankovního sektoru. Banky v eurozóně mají ve svých portfoliích nakoupeny velké objemy dluhopisů zemí PIIGS. Jsou to především banky v Itálii a Španělsku. (Patria Online, ©1997-2012) Nicméně daleko nejbližší bankrotu je Řecko, tudíž Řecké dluhopisy jsou jasně nejrizikovější. Jejich značnou část mají v portfoliích banky ve Francii, Velké Británii a Německu. (BBC News, ©2012)

K podniknutým opatřením ECB patří například nákup dluhopisů některých zemí za určitých podmínek, nebo dvě vlny LTRO. Zkratka LTRO znamená *Long Term Refinancing Operation* (v překladu dlouhodobé refinancující operace) a v doposud uskutečněných dvou vlnách bylo cílem poskytnout bankám v eurozóně levné úvěry a zajistit tak likviditu bankovního sektoru. Doposud proběhly dvě vlny LTRO (v prosinci 2011 a v únoru 2012) v celkovém objem přes 1 bilion EUR. Kromě poskytnutí likvidity bylo dalším cílem pobídnout banky k nákupu dluhopisů PIIGS, a snížit tak nepřímo úrokové výnosy z dluhopisů. To se podařilo hlavně v první vlně LTRO u italských dluhopisů, taky díky

tomu, že Itálie v listopadu a v prosinci schválila důležitá úsporná opatření. (Patria Online, ©1997-2012)

4.2.3 EU

V Evropské Unii byly už v květnu roku 2010 založeny, jako ochrana před dluhovou krizí, dva dočasné fondy. Jde o fond EFSF (European Financial Stability Facility) a fond EFSM (European Financial Stabilisation Mechanism). Oba fondy dva fungují tak, že emitují vlastní dluhopisy a získané prostředky půjčují zemím, které se nemohou efektivně sami financovat výdejem vlastních dluhopisů. Dohromady mají kapacitu 500 mld. EUR (EFSF 440 mld. a EFSM 60 mld.) U EFSF ručí za emisi dluhopisů státy eurozóny, a to podle výše svého podílu na základním kapitálu v ECB. (Ihned.cz, ©1996-2012) Fond EFSM vznikl na základě dohody všech členských zemí EU, emise dluhopisů je zaručena rozpočtem EU. (Patria Online, ©1997-2012)

Oba tyto fondy měli být začátkem června nahrazeny fondem ESM s plánovanou kapacitou 500 mld. EUR. Problém s fungováním fondu má však Nizozemí a Finsko. Fond by měl totiž místo přímé pomoci zadluženým zemím nakupovat jejich dluhopisy jak přímo od konkrétních států, tak i na sekundárním trhu. Zároveň by měl poskytovat prostředky na rekapitalizaci bank přímo bankám. To by v praxi znamenalo, že se tyto půjčky nepromítanou do celkového zadlužení členských zemí, kde tyto banky sídlí, jako tomu bylo doposud. Na rozdíl od fondů EFSF a EFSM bude fond ESM stálým fondem. Je to proto, že bude stát na základě mezinárodního práva a bude tak mít dostatečnou legislativní oporu. (Ihned.cz, ©1996-2012)

O výsledné podobě fondu ESM se v současné době ještě jedná. Hledá se koncept, se kterým bude souhlasit všech 17 zemí eurozóny, které do něj budou povinně přispívat. Fond měl být původně spuštěn už na začátku června, ale nyní se zdá, že se celý proces může protáhnout i o několik měsíců. (Patria Online, ©1997-2012)

4.2.4 Shrnutí

Dopady, jaké bude mít nejbližší vývoj v eurozóně na světovou ekonomiku, mohou být značně rozsáhlé. V letech 2010 a 2011 o mezinárodní pomoc požádaly tři země s menším ekonomickým významem v Evropě (Řecko, Portugalsko a Irsko). Nyní se ale ve vážných problémech (tedy v neschopnosti se dlouhodobě financovat přes finanční trhy) ocitlo i Španělsko a je tu i značné riziko, že bude brzy následováno Itálií. (Patria Online, ©1997-

2012) Španělsko se přitom podílí asi 8,5% na celkovém HDP v EU. Itálie dokonce 12,6% v EU. (Eurostat, 2012)

Vysoké procento zadlužení k HDP je ale problémem ve většině zemí EU. Pro úplnost je třeba dodat, že o mezinárodní pomoc nedávno zažádal i Kypr. Mimo eurozónu mezinárodní pomoc čerpá ještě Maďarsko a v současné době jedná s MMF o dalším záchranném balíku. (Patria Online, ©1997-2012) Pokud by však nastal pokles ekonomiky v Evropě, mohly by se ve velkých potížích ocitnout i další země. Například belgický dluh dosáhl v roce 2011 úrovně 98% HDP. Ve velké Británii byl v roce 2011 dluh na úrovni 85,7% HDP, ve Francii 85,8% a v Německu 81,2%. (Eurostat, 2012) V nejbližších měsících bude velmi záležet na vývoji situace ve Španělsku a Itálii. V tuto chvíli se totiž dluhová krize začíná citelně projevovat i v silných ekonomikách Evropy, což může mít znatelný dopad na finanční trhy v Evropě, ale i ve světě.

Důležitý bude i vývoj dalších jednání o fondu ESM. Nemusí to totiž trvat příliš dlouho a o nemalou finanční pomoc si řekne i Itálie, což evropským finančním trhům nijak nepřidá. Otázkou zůstává samozřejmě i přežití samotné eurozóny. Řecko o sobě neustále dává vědět svojí nevolí dodržovat podmínky pomoci z MMF a EU. Lze jen spekulovat, jaký by měl odchod Řecka z eurozóny dopad na finanční trhy v Evropě.

Z uvedeného vyplývá, že nákupy akcií na evropských finančních trzích budou kvůli vývoji v EU v následujících měsících velmi rizikové. Je zde totiž příliš mnoho prostoru pro negativní scénáře, které mohou mít dopad na finanční trhy.

4.3 Vybrané akciové trhy

4.3.1 Německo

Podle Eurostatu je v tomto roce odhad růstu HDP očekáván na úrovni 0,7%. V roce 2013 pak 1,7%, což je nad průměrem eurozóny. Německo mělo v roce 2011 kladnou platební bilanci, asi 5,7% HDP. Nezaměstnanost v květnu dosahovala úrovně 5,6%, což je jedna z nejnižších měr nezaměstnanosti v EU. (Eurostat, 2012) Maloobchodní tržby při meziměsíčním srovnání posledního půl roku (listopad 2011 až duben 2012) spíše stagnují. Letošní duben byl v meziročním srovnání nižší o 3,8%, což je způsobeno i tím, že v dubnu 2011 zaznamenaly maloobchodní tržby prudký nárůst o 5% v porovnání s rokem 2010. (Trading economics, © 2012)

Ze stagnace maloobchodních tržeb vyplývá, že domácnosti nezvyšují svoji spotřebu. Německo nemá potíže s prodejem svých dluhopisů, přesto celkové zadlužení dosahuje 81% HDP. Německo v budoucích letech bude muset spíše šetřit, než aby se zadlužovalo dále. Celkovému HDP dlouhodobě pomáhá německý export, na celkové platební bilanci se v minulém roce podílel z 99,6% její běžný účet. Proto předpovídané HDP je nad průměrem EU a eurozóny. Přesto očekávaná míra růstu HDP není ani v příštím roce vysoká. Ani domácnosti a ani vláda nebude patrně zvyšovat svoji spotřebu. Vzhledem k situaci v Evropě a USA nelze očekávat ani vyšší export. Není proto důvod očekávat větší růst akciových trhů.

Měnovou politiku ve státech eurozóny provádí ECB. Ta začátkem července snížila svoji základní úrokovou sazbu z 1% na historické minimum 0,75%. Pro investorskou veřejnost nebyla tato zpráva překvapením, mírné zklamání bylo pro investory to, že ECB neoznámila další vlnu LTRO, nebo nákup španělských či italských dluhopisů. (Patria Online, ©1997-2012) Pokud bude nutné povzbudit hospodářský růst, ECB má ještě hodně prostor pro kroky expanzivní monetární politiky.

V Květnu 2012 byla inflace v Německu oproti roku 2011 na úrovni 2,2%. Je blízká průměru eurozóny, který byl v květnu 2,4%. (Eurostat, 2012) Meziroční přírůstek peněžní zásoby (peněžní agregát M3) byl za první čtvrtletí roku 2012 2,4%. I předešlé tři čtvrtletí se pohyboval na této hodnotě, nebo těsně pod ní. (European Central Bank, © 2012)

Úroveň inflace je v Německu i průměrná inflace v eurozóně blízko stanovenému dvouprocentnímu cíli. ECB se tedy zaměří hlavně na obnovení ekonomického růstu v eurozóně. Růst peněžní zásoby je poměrně vzdálen hodnotě 5%, takže by zatím neměl působit znaitelné inflační tlaky. Hrozící bankroty u některých členů eurozóny tlačí dolů kurz eura a velmi nejisté období v eurozóně má pak za následek nižší objem prostředků na finančních trzích, tedy i nižší cenu akcií. S přihlédnutím k tomu, co eurozónu v nejbližší době čeká (situace ve Španělsku, Itálii a Řecku), není důvod k tomu, aby německý akciový trh, stejně jako jiné burzy v eurozóně v nejbližších několika měsících rostly. Je zde naopak velká možnost, že budou klesat.

4.3.2 Velká Británie

Růstu reálného HDP je pro tento rok v Británii odhadován na 0,5%. Pro rok 2013 se počítá s růstem 1,7%. Platební bilance je ve vztahu k HDP dlouhodobě lehce záporná. V roce 2011 byla její hodnota -1,6% HDP. Míra nezaměstnanosti ve Velké Británii od června

2011 stagnuje na úrovni 8%. (Eurostat, 2012) Maloobchodní tržby v červnu ve Velké Británii vzrostly meziměsíčně o 0,1%. (Trading economics, © 2012)

Z uvedeného vyplývá, že britská ekonomika nyní stagnuje. Příští rok je odhadován mírný růst, vše bude ale záležet na vývoji situace v eurozóně. Veřejný dluh Británie se v roce 2011 dostal na úroveň 85,7% HDP, tedy i Británie musí začít omezovat vládní spotřebu. K tomu maloobchodní tržby stagnují a platební bilance je lehce záporná, což v součtu znamená, že se výraznější růst britské ekonomiky v nejbližší době jistě nelze očekávat.

Základní úroková míra britské centrální banky Bank of England se dlouhou dobu drží na 0,5%. Jelikož by další snižování nemělo velký význam pro britskou ekonomiku, rozhodla se Bank of England (BoE), že podpoří růst ekonomiky tak, že nabídne levné úvěry pro firmy i domácnosti v celkovém objemu 140 mld. liber. (Patria Online, ©1997-2012)

Míra inflace byla v květnu tohoto roku 2,8%. Od září 2011, kdy byla naměřena inflace 5,2%, což je zdatně nad dvouprocentním cílem britské centrální banky BoE, její míra konstantně klesá. (Eurostat, 2012)

Centrální bance se podařilo snížit míru inflace především prostřednictvím stahování peněz z oběhu. Inflační cíl centrální banky je 2%. Peněžní zásoba M3 klesla za minulý rok asi o 3,2%, především ve třetím a čtvrtém čtvrtletí. Nyní peněžní zásoba stagnuje. (Bank of England, ©2012) Centrální banka byla nucena stáhnout z oběhu část peněz, aby zmírnila inflační tlaky. Nyní se inflace pohybuje na poměrně přijatelné míře. BoE zaujímá k monetární politice podobný postoj, jako Fed. Nyní je v situaci, kdy již nemá mnoho prostoru podnikat radikální expanzivní kroky kvůli možné inflaci.

Při opatřeních pro povzbuzení stagnující ekonomiky si BoE stále musí kvůli inflaci počínat obezřetně (tedy spíše by měla). Pro budoucí vývoj akciového trhu v Británii bude opět velmi záležet na vývoji situace v eurozóně.

4.3.3 Česká republika

Podle dubnové předpovědi Ministerstva financí České republiky bude růst HDP pro rok 2012 o 0,2%, v příštím roce pak 1,3%. To však pouze podle scénáře, ve kterém nedojde k vyhocení dluhové krize. Míra nezaměstnanosti by do konce roku měla nepatrně růst k hodnotě 7,0 %. (MFČR, ©2005-2012) Platební bilance je dlouhodobě záporná, pro rok 2011 ve vztahu k HDP činila -2,5%. (Eurostat, 2012)

Maloobchodní tržby se v dubnu tohoto roku oproti březnu propadly o 2,1%. (Trading economics, © 2012) Meziroční propad byl dokonce 4,1%, následovaný údajem za květen, kdy byl meziroční pokles maloobchodních tržeb 2,1%. Na vině je kombinace klesajících reálných mezd, kvůli vyšší inflaci, i obava z dalšího vývoje ekonomiky. (Ihned.cz, ©1996-2012) Pokles soukromé spotřeby domácností je nejhlubší od krize v letech 1996/97. (ČNB, ©2003-2012)

Míra inflace by v roce 2012 měla dosáhnout 3,3%. (MFČR, ©2005-2012) Průměrný meziroční cenový nárůst byl ve druhém čtvrtletí asi 3,7% (eurostat). Inflační cíl ČNB je přitom na úrovni 2% s možným vychýlením o 1%. (ČNB, ©2003-2012)

Je zřejmé, že ekonomiku v ČR nečeká v nejbližší době výrazné zlepšení. Kromě vyšší inflace se i vládní rozpočtové škrty a navyšování DPH se podepisují na klesající spotřebě domácností.

Dne 28. 6. 2012 ČNB snížila základní úrokovou sazbu na z 0,75% na 0,5%. ČNB říká, ačkoli je v současnosti míra inflace vysoká, utlumená poptávka ze stran domácností by měla působit proti ní. Meziroční přírůstek peněžního agregátu M3 dosáhl v dubnu a květnu pak rovných 5%. ČNB začala peněžní zásobu postupně navyšovat ve třetím čtvrtletí loňského roku. (ČNB, ©2003-2012)

Dubnová předpověď ministerstva financí počítá s tím, že se nebude vyhrocovat dluhová krize v eurozóně. Ta však nyní nabírá na obrátkách hlavně ve Španělsku a brzy možná i v Itálii. Vzhledem k míře inflace lze předpokládat v nejbližších měsících stahování peněz z oběhu centrální bankou. Vláda bude pokračovat v restriktivní fiskální politice, spotřeba domácností se tedy zvyšovat zatím nebude. Z předpokládané stagnace může nyní ČR v nejbližších měsících snadno sklouznout do recese.

Navíc je české hospodářství značně závislé na exportu do západoevropských zemí. Hlavně tedy exportu automobilů a náhradních dílů především do Německa, ale i do Francie a Velké Británie. (Ihned.cz, ©1996-2012) Jelikož ani v těchto zemích není vlivem dluhové krize předpovídán letos ani příští rok výrazný hospodářský růst, nelze očekávat ekonomickou vzpruhu ani díky českému exportu.

Z uvedeného vyplývá, že nákup akcií v ČR je v tuto dobu značně rizikový a je jisté, tak jako v Německu a Velké Británii, že negativní zprávy z eurozóny se okamžitě promítnou na akciovém trhu v ČR.

5 ANALÝZA ODVĚTVÍ

Následující analýza odvětví je zaměřena především na online hazardní hry. Toto odvětví zaznamenalo v posledních letech značný boom, který doposud zcela neutichl. S rozvojem online sázení a hazardních her se ukázala potřeba nové legislativy.

5.1 Legislativa

5.1.1 Legislativa v Evropské Unii

V současné době není nabízení hazardních her online regulováno žádným předpisem na úrovni EU. Díky tomu se před soudy dostalo na stovky případů. Evropský soudní dvůr při rozhodování těchto sporů vychází ze smluv o fungování vnitřního trhu EU. (European Commission, 2011)

V listopadu loňského roku přijal Evropský parlament nelegislativní usnesení o tom, že je třeba standardizovat pravidla na úrovni EU. (Online Casino Advice, ©2012)

Dne 24. 3. 2011 vydala Evropská komise dokument s názvem „Zelená kniha o online hazardních hrách na vnitřním trhu.“ Cílem tohoto dokumentu bylo posbírat podněty od zainteresovaných stran pro vytvoření komplexního legislativního řešení pro poskytování služeb v oblasti online sázení a hazardní hry. (MZV, 2011)

EU zastává stanovisko, že je třeba ponechat členským státům možnost rozhodnout o míře regulace hazardu. Stát ale nesmí zvýhodňovat domácí firmy před zahraničními a musí umožnit podnikání na svém území (a za stejných podmínek) buď všem poskytovatelům těchto služeb se sídlem v EU, nebo žádnému. Vyplývá tak z článku 56 smlouvy o fungování EU, který zaručuje volný pohyb osob, zboží a služeb. (European Commission, 2011)

Například současná legislativa v České republice umožňuje provozovat online sázení pouze subjektům, které mají v ČR sídlo a kamennou provozovnu pro registraci hráčů. To jsou však diskriminační podmínky pro zahraniční online provozovatele bez kamenných poboček. V praxi na českém online trhu legálně podniká pět firem. Nelegálních firem je mnohem více, mohou se totiž odvolávat na diskriminační podmínky, a proto ani nežadají o platnou licenci. Své příjmy z ČR pak daní v jiných zemích, např. na Maltu, Gibraltar atd. (Český Rozhlas, ©2012)

Velmi podstatná je také diskuse ohledně udělování licencí. V únoru tohoto roku rozhodl Evropský soud, že pokud je provozovatel online sázkových služeb držitelem licence

v jednom členském státě, nemůže mu druhý členský stát licenci odepřít. To směřuje ke sjednocení regulačních orgánů pro vydávání licencí. (Online Casino Advice, ©2012)

Nabízení hazardních her online formou je značně dynamické odvětví. Státy oprávněně nárokují, aby daně ze zisků provozovatelů, které pramení od hráčů na území daného státu, proudily do státního rozpočtu. Mnoho států ale schvaluje v rychlosti zákony, které jsou v rozporu se smlouvami o fungování EU, tudíž je lze snadno obcházet. Příkladem může být třeba Německo, které na celostátní úrovni uvedlo 1. 1. 2012 v platnost novou legislativu, která je v rozporu s předpisy EU, protože zvýhodňuje domácí podniky. Učinilo tak dokonce navzdory varování Evropské komise. Obdobná situace nastala i v Řecku, kde prošel legislativní návrh, který v podstatě znamená monopolní postavení na dobu deseti let pro místní státní podnik OPAP. Řecká vláda zcela ignorovala požadavky Evropské komise a ani návrh před přijetím nepozměnila. (Online Casino Advice, ©2012)

Jako kladný příklad ostatním státům může být Dánsko a Itálie. Obě země nastavily systém, který je v souladu s evropským právem a zároveň uspokojuje všechny zúčastněné strany (Český Rozhlas, ©2012).

5.1.2 Legislativa v Austrálii

V Austrálii jsou legální (online i offline) pouze sportovní sázky, vyjímaje riskantních sázek a sázek v průběhu hry (tzv. *Live sázek* – tedy v průběhu hry). Riskantní sázky jsou například sázky na to, který tým dostane první žlutou kartu, který tým bude střílet první rohový kop atd. V Austrálii jsou dále povoleny i loterie. (Australian Government, 2011)

Australané však v současné době hrají i v zahraničních online kasinech a pokerových hernách. V roce 2010 tak z Austrálie oteklo přes 900 mil. USD do online kasin a pokerových heren umístěných v daňových rájích a offshore územích. (Online Casino Advice, ©2012)

Australská vláda vydala v květnu 2011 dokument, který reviduje situaci v odvětví online hazardních her. Ve zprávě přiznává, že současný zákon z roku 2001 nefunguje, proto je třeba jej změnit. Australská vláda zde zmiňuje i možnosti internetové cenzury a blokování bankovních účtů, nicméně zároveň uvádí, že tyto varianty mají značné zápory a přiklání se tedy spíše k legalizaci a regulaci všech zakázaných her. V srpnu 2011 vydala australská vláda další dokument, který zahájil veřejnou diskusi na téma legalizace a regulace online sázení a hazardu. (Australian Government, 2011)

Odborníci se shodují na tom, že Austrálie by mohla online hazard legalizovat už příští rok. (Online Casino Advice, ©2012)

5.1.3 Legislativa v USA

V USA je provozování hazardních her online v současné době nelegální. Americká vláda učinila přítrž nabízení těchto služeb ze zahraničí v roce 2006, když zakázala americkým bankám bankovní transakce mezi těmito společnostmi a občany USA. V září roku 2011 americká vláda připustila dialog o online hazardu, kvůli možným příjmům do státního rozpočtu. Zásadní posun v celé věci přineslo v prosinci vyjádření ministerstva spravedlnosti, že zákon zakazující online hazard (tzv. Wire Act) se vztahuje pouze na sportovní sázky, tedy ne na poker a online kasina. Tato zpráva měla bezprostřední vliv na akcie sázkových společností a kasin. Zatím však další vývoj brzdí federální vláda, která se legalizování online hazardu vyhýbá a přenáší zodpovědnost tohoto rozhodnutí na jednotlivé státy. I postoj Bílého domu je k celé věci spíše neutrální. Bílý dům v květnu 2012 ve svém vyjádření zdůraznil, že je třeba hlavně zajistit ochranu nezletilých a ochranu uživatelů před podvodů. Jde navíc o kontroverzní téma, takže pravděpodobně nedojde k výraznějšímu posunu na federální úrovni dříve, než po prezidentských volbách v září. (Online Casino Advice, ©2012)

5.2 Online a offline trh

Hned na úvod je třeba definovat, který příjem lze u firem podnikajících v odvětví hazardních her jako tržby. Podnik z přijatých sázek vyplatí výhry, zbytek si ponechá. Tento příjem se nazývá *Gross Gaming Revenue* (zkratka GGR), česky hrubý příjem ze hry. Z této sumy pak podnik hradí ještě daň (pokud je trh správně regulován). GGR minus herní daň či poplatky je tzv. *Net Gaming Revenue* (zkratka NGR), neboli čistý příjem ze hry. Toto číslo je pro podnik souhrnem tržeb a z něj teprve hradí své náklady.

5.2.1 Velikost evropského trhu

Evropa v posledních letech zažila obrovský boom v hraní hazardních her přes internet. Přesné údaje o velikosti a struktuře evropského trhu s hazardními hrami jsou k dispozici u několika firem, ovšem jde o placenou službu (například na www.reportlinker.com). Pro rok 2012 je velikost evropského hazardního online trhu odhadována přes 10 mld. EUR (Australian Government, 2011)

Podle odhadů oborově specializované společnosti H2 Gambling Capital dosáhne letos evropský online trh objemu dokonce 11 mld. EUR. Evropské offline podniky, tedy herny, kamenné pobočky sázkových kanceláří, kasina, sály na bingo a podobně vydělají letos celkem 82 mld. EUR. Uvedená čísla jsou v hrubých příjmech (GGR). Celkový podíl online hazardních her na celém evropském hazardu by se měl letos pohybovat na cca 12%. (EGBA, ©2010) Uvedené odhady společnosti H2 Gambling Capital pocházejí z roku 2009, nemusejí tedy zcela odpovídat realitě.

V odvětví online sázek a hazardních her podnikají na území Evropy stovky firem. Pouze pro představu, přes 50 firem vlastní licenci z Alderney provozuje více než 200 internetových heren, kasin a sázkových kanceláří. (AGCC, ©2012)

Nebo například Malta vydala od roku 2004 licence pro více než 450 herních internetových stránek. (LGA, 2012)

5.2.2 Růstový potenciál odvětví a závislost na ekonomickém cyklu

Průměrný růst online trhu by se měl v Evropě ročně pohybovat okolo 5% až do roku 2015. (Bet-at-Home, 2012)

Ačkoli by se mohlo na první pohled zdát, že online hraní se vyvíjí na úkor offline formy, není tomu úplně tak. Například návštěva kasina nebo binga je i společenská událost, na rozdíl od hraní těchto her na internetu. Výraznější úbytek zaznamenávají jen poskytovatelé služby sportovního sázení. Využívání těchto sázkových služeb online je bližší mladé generaci, proto lze předpokládat, že spolu se stárnutím populace bude podíl online hraní postupně narůstat. (EGBA, ©2010)

S nástupem smartphonů, tabletů a interaktivní televize (IPTV) zároveň přichází nárůst v poskytování těchto služeb i přes tyto dva nové distribuční kanály. (Arthur D. Little, ©2012)

To, že v době krize je sázkový byznys výnosný je poměrně zavádějící informace. Sázkové hazardní hry v uplynulých letech zažily boom především kvůli rozmachu online sázení, když toto odvětví přitáhlo spoustu nových zákazníků. Například online sázková kancelář Sportingbet zaznamenala v roce 2011 značný pokles příjmů ze sázek z Řecka (o 22%) a mírný pokles příjmů ze Španělska o 2% přestože online hazard v Evropě stále roste. Přesto i zde lehce narostl počet sázek. (Sportingbet, 2012)

5.2.3 Shrnutí

Obecně lze říci, že ve vztahu k ekonomickému cyklu je sázení a hazardní hry cyklickým odvětvím. V letech 2008 a 2009 došlo totiž k poklesu příjmů z offline hazardu, ačkoli online hazard stále roste, viz Příloha IV. Lidé i v dobách recese hrají dále, ale utrácejí za hazardní hry méně peněz. Pokud jde přímo o online sázení a hazardní hry, pak lze říci, že odvětví nyní prochází v Evropě fází stabilizace. V Austrálii stále trvá růstová fáze, v USA by legalizací online hazardu nastala znovu pionýrská fáze. Ta by měla rychlý průběh, neboť společnosti, které zde dříve podnikaly, zde už mají svoje klienty. Významnou roli budou v blízké budoucnosti hrát regulační orgány, což bude mít v Evropě negativní vliv na NGR. Pokud bude v Austrálii schválena legislativa, která účinně zabrání podnikání nelegálních online provozovatelů a zároveň liberalizuje trh, pak to na tržby společnosti, které zde již legálně podnikají, bude mít pozitivní dopad. Podobná situace je i v USA, kde již účinně zabránily podnikání nelegálních společností. Legalizace hazardních her by otevřela obrovský trh. Výhodu by měly zejména ty společnosti, které zde podnikaly dříve a zároveň budou splňovat podmínky pro návrat. To je zejména řádné placení daní ve všech zemích, kde daná tato společnost podniká.

5.3 Daňové ráje

V následujícím textu jsou stručně popsány daňové výhody některých zemí, ve kterých se nachází sídla dceřiných společností analyzovaných sázkových firem.

Malta je jednou z destinací, kterou si sázkové a hazardní online firmy oblíbily. Největší výhodou z hlediska daní je osvobození od daní z dividend a prodeje podílů ve společnostech. To platí za určitých podmínek i v případě, že dividendy jdou z dceřiných společností sídlících v zemích EU. Malta je tak vhodným místem pro holdingové struktury. Další výhodou Malty je nízká efektivní daň z příjmu firem, která díky systému daňových refundací dosahuje efektivní sazby 5%. Navíc je legislativa na Maltě velmi benevolentní k uplatňování daňových nákladů. (Akont, ©2003-2010)

Daňová atraktivita **Gibraltaru** spočívá v tom, že je možné po splnění několika nenáročných podmínek dosáhnout statutu tzv. *daňově osvobozené entity*, která namísto daně z příjmu ve výši 35% platí pouze roční poplatek ve výši 200-300 gibraltarských liber. Podobné nastavení je i na ostrově **Alderney**, kde roční poplatek činí 600 GBP. Ostrov Alderney je součástí Normanských ostrovů. Malta, Gibraltar a Alderney jsou oblíbeným sídlem

mnoha firem nabízejících online hazardní služby i proto, že jsou zde mírné poplatky a daně z herních příjmů. (Akont, ©2003-2010)

V **Nizozemí** sídlí mnoho holdingových společností. V EU se na dividendy placené dceřnými společnostmi mateřským nevztahuje srážková daň. Na dividendy placené z Holandska se vztahuje srážková daň 15% placená holandskému finančnímu úřadu. Nicméně některé skupiny akcionářů mohou mít za určitých podmínek získat daňovou úlevu. (Akont, ©2003-2010)

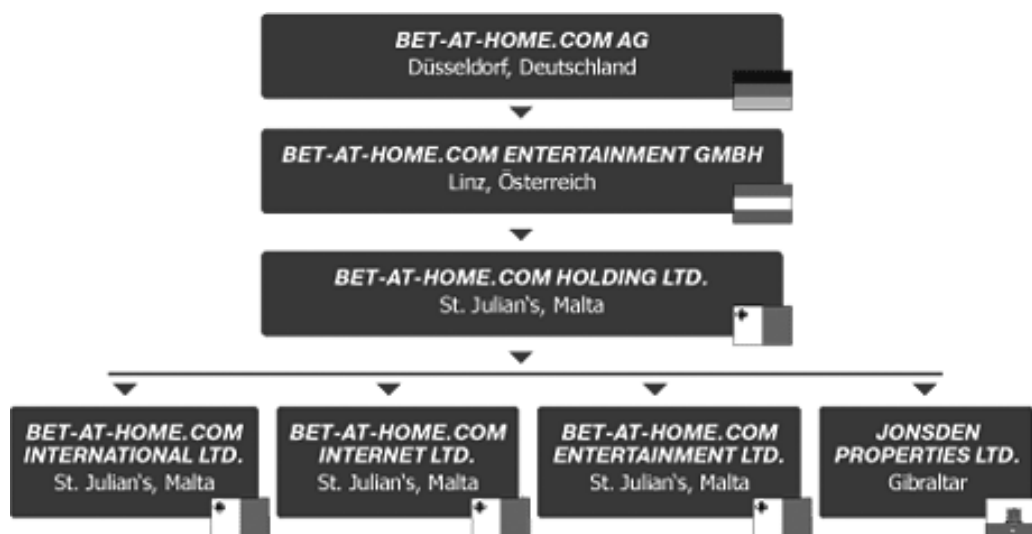
6 ANALÝZA FIREM

6.1 BET-AT-HOME

Společnost Bet-at-home.com byla založena v roce 1999 v Rakousku původně pouze jako poskytovatel sportovních sázek. Dnes je jedním z předních evropských poskytovatelů online hazardních her a sportovních sázek. K 31. 12. 2011 bylo zaregistrováno asi 2,7 milionů sázejících z 26 zemí EU. (Bet-at-Home, 2012)

Společnost Bet-at-home (dále jen BaH) podniká po celém území EU s výjimkou Francie, kde má svůj domovský trh její majoritní vlastník, tedy sázková společnost BetClic, která vlastní 56% akcií. Dalších 20% akcií patří zakladatelům společnosti. (Wirtschafts Blatt, 2012)

BaH podniká přes dceřiné společnosti na Maltě a Gibraltar. Na Maltě pak využívá i výhod pro zdejší holdingové společnosti.



Obrázek 2 Struktura společností Bet-at-Home (Bet-at-Home, 2012)

Bet-at-home nabízí svým zákazníkům čtyři hlavní produkty. Jsou to sázky na sportovní události, online kasino, online poker a jiné hry (automaty, loterie, keno). V roce 2011 získala 43 % celkových hrubých příjmů (GGR) ze sportovních sázek a 47% z online kasina. (Bet-at-Home, 2012)

6.1.1 Pozice v odvětví

Hlavním trhem je Rakousko, Německo a státy střední a východní Evropy. BaH v roce 2011 dosáhla celkového GGR 72.81 milionů eur. Přijaté sázky byly 1,78 mld. EUR, což je nárůst asi o 20% oproti roku 2010. Je to výsledek růstové strategie, BaH loni vydala asi o 11% více prostředků na reklamu, než v roce 2010, hlavně pak v posledním čtvrtletí. V roce 2011 byla velikost evropského online trhu měřená v GGR asi 10 mld. (Bet-at-Home, 2012) Potom Bwin, největší firma v odvětví, zabírá v Evropě tržní podíl asi 6,3%. (Bwin.party, ©2012) Společnosti Betfair pak patří na evropském trhu podíl ve výši asi 3,9% (Betfair, ©2012) BaH tedy zabírá tržní podíl 0,7%. Uvedené výpočty nemusejí být zcela přesné, avšak alespoň zhruba vykreslují rozdělení online trhu.

6.1.2 Analýza finančních výkazů

6.1.2.1 Finanční analýza

Pro finanční analýzu bylo spočítáno několik základních ukazatelů. Ukazatele rentability jsou vyjádřeny v procentech. Zisková marže byla vypočítána z čistých tržeb, tedy z NGR. Hospodářský rok firmy je začíná 1. 1. a končí 31. 12.

mil. EUR	2011	2010	2009	2008	2007
sázky	1 776,30	1 476,20	929,30	674,50	494,25
sázky - výhry (GGR)	72,81	66,15	42,92	38,66	23,83
GGR - daň (NGR)	66,12	65,68	42,46	38,19	23,37
EBIT	4,99	10,65	0,60	0,34	-1,72
EAT	4,60	10,47	2,65	0,71	-0,96

Tabulka 1 Výnosy a zisk společnosti Bet-at-Home (Bet-at-Home, 2012)

Na první pohled zaujme meziroční nárůst GGR a NGR v letech 2008 až 2010. Je to tím, že v těchto letech se konaly významné sportovní události (olympijské hry a mistrovství světa, případně Evropy ve fotbale), na které sázeli i zákazníci, kteří běžně nesázejí. A proto více sázek prohrávají. Čistý zisk v roce 2010 měl navíc za následek prudký růst ceny akcie začátkem roku 2011, viz Příloha VII.

Další zajímavostí je propastný rozdíl mezi GGR a NGR v roce 2011. Od 1. 1. 2011 byl totiž v Rakousku v rámci rozsáhlých daňových opatření schválen i online hazard, přesněji byl legalizován a začal se danit. (World Commerce Review, 2011)

BaH však o rakouskou licenci nepožádala s tím, že ji zde pro podnikání stačí licence maltská. To se rakouské vládě nelíbilo a případ se dostal až před Evropský soudní dvůr, který na podzim roku 2011 dal zapravdu Rakousku. (Online Casino Advice, ©2012)

V Rakousku jsou sazby daně z hrubých příjmů ze hry vysoké, především u kasin se pohybují v rozmezí 35-80% GGR. (Casasa, 2011)

BaH tedy v Rakousku odvádí od roku 2011 novou daň. Za uvedený rok byla daň ve výši 6,2 mil. EUR, Rakousko je totiž pro BaH klíčovým trhem. Spolu s tím došlo i v rámci růstové strategie k navýšení personálních nákladů asi o 2,2 mil. EUR a hlavně nákladů na reklamu asi o 4,1 mil. EUR. (Bet-at-Home, 2012) To vše bylo příčinou poklesu zisků.

Ukazatele fin. analýzy	2011	2010	2009	2008
ROA	9,5%	22,8%	2,1%	1,4%
ROE	14,1%	37,4%	15,1%	4,7%
Zisková marže	7,0%	15,9%	6,2%	1,8%
TD/TE	35,8%	38,1%	35,6%	34,4%
Current ratio	2,47	2,40	2,38	2,51

Tabulka 2 Ukazatele finanční analýzy společnosti Bet-at-Home (vlastní výpočet na základě údajů z účetní uzávěrky)

Hodnoty ukazatelů rentability (ROA, ROE a zisková marže) v roce 2010 jsou přímo vynikající. Jejich pokles v roce 2011 zapříčinil uvedený pokles zisku.

Co se týká zadluženosti a likvidity, tak BaH potvrzuje, že sázkové společnosti zpravidla nemívají s těmito hodnotami potíže (výjimkou byla Sazka v roce 2011). Firma je dlouhodobě velmi likvidní (průměrný current ratio je téměř 2,5) a v případě potřeby má značný prostor pro další zadlužování (průměrné zadlužení je asi 35% z celkových pasiv).

6.1.2.2 Analýza hodnoty firmy

Výpočty v této části práce vycházejí z následujících údajů:

Zisk na akcii byl za rok 2011 přesně 1,311232539 EUR. Cena akcie dne 18. 7. 2012 skončila na frankfurtské burze na hodnotě 25,20 EUR. Emitováno je celkem 3 509 000 ks akcií. Výše dividendy byla 0,60 EUR na akcii. Dividenda byla vyplacena akcionářům, kteří akci BaH vlastnili dne 7. 5. 2012. (Yahoo! Finance, ©2012)

$$MV = 3\,509\,000 * 25,20 = 88\,426\,800 \text{ EUR}$$

Tržní cena firmy dosáhla dne 18. 7. 2012 hodnoty 88 426 800 EUR. Toto číslo bude figurovat v některých dalších výpočtech.

Při výpočtu P/E/G je třeba určit míru růstu tržeb. Pokud by tato míra byla počítána z minulých období, pravděpodobně by byla značně zkreslena kvůli výrazným ziskům v letech 2008 až 2010. Sama BaH uvádí, že pro rok 2012 očekává růst GGR nejméně 10%. Bylo tedy počítáno s deklarovaným růstem 10%.

$$P/E = \frac{25,20}{1,3112325} = 19,22 \qquad P/E/G = \frac{19,22}{1,1} = 17,5$$

Pro ukazatel P/S byla do výpočtu použita hodnota čistého výnosu ze hry, tedy NGR. Daně ze hry se budou v budoucnu stávat stále významnější položkou, protože legalizace v zemích EU znamená pro BaH zároveň i nové danění z doposud nedaněných příjmů a často je to zdanění poměrně vysoké.

$$P/S = \frac{88\,426\,800}{66\,115\,890} = 1,34$$

Ukazatel P/BV je u firem podnikajících přes internet zpravidla velký problém kvůli nehmotným aktivům firmy (intangible assets). Především u nových firem. V tomto případě je určitou zárukou fakt, že BaH je zavedenou firmou starou přes 10 let, která podniká v rostoucím odvětví plném konkurence. Přesto byl pro jistotu vypočítán ukazatel vycházející z Tangible Book Value (TBV), tedy z účetní hodnoty (bilanční sumy) po odečtení goodwillu a intangible assets. Podíl těchto položek na celkových aktivech je stejně asi jen 4,6%, proto jejich odečtení nebude mít významný vliv na výsledek.

$$P/TBV = \frac{88\,426\,800}{50\,058\,332} = 1,77$$

Payout ratio, neboli výplatní poměr je číselným vyjádřením dividendové politiky. BaH se drží růstové strategie, přesto i akcionáři jsou poměrně slušně odměňováni. Je to pochopitelně dáno i odvětvím podnikání.

$$\text{Payout ratio} = \frac{0,6}{1,3112325} = 45,8\% \qquad \text{Dividend Yield} = \frac{0,6}{25,20} = 2,4\%$$

6.1.3 Hodnocení firmy

Firma je finančně zdravá, tudíž bezpečná a přijaté sázky pravidelně rostou. Problematický pro BaH z hlediska zisků bude legislativní vývoj v Evropě. Příkladem je nová daň, kterou

musí BaH platit na svém klíčovém trhu – v Rakousku. Dalším klíčovým trhem je Německo, kde naštěstí pro BaH neexistuje legislativa, která by upravovala online hazard, a byla v souladu s legislativou EU a podle posledního vývoje to tak nějakou dobu bude i nadále.

Ukazatele P/E a P/E/G jsou u BaH značně vysoko, poměrně vysoko je i hodnota P/TBV. Při stávající ceně podle ukazatele P/S lze koupit jedno euro loňských čistých tržeb za 1,34 EUR, což je poměrně dobré. Sympatická je i nastavená dividendová politika, BaH tento rok vyplatila 45,8% čistého zisku z roku 2011.

Z uvedeného se dá říci, že BaH je nyní na trhu relativně správně ohodnocenou firmou. V nejistých dobách nabízí finanční stabilitu i rostoucí tržby. Rozhodně však nejde o firmu, kterou by bylo dobré držet v portfoliu 5 let. V roce 2011 firma přišla o značnou část příjmů kvůli nové dani v Rakousku. Těchto nových daní i v jiných zemích EU bude v příštích letech stále více. Podnikům jako BaH, které zatím těmito daním unikají, se budou jejich zisky v nejbližších letech ztenčovat. Navíc Evropa prochází dluhovou krizí, díky čemuž budou mít státy větší tendenci uvalit na hazardní hry o to vyšší daně.

Vzhledem k tomu by akcii BaH bylo vhodné koupit, kdyby její cena byla za stávající situace minimálně o 25% nižší, takže 18,90 EUR. K tomu by ještě musela existovat nějaká slušná perspektiva do budoucna (např. expanze na nové trhy), která u BaH v tuto chvíli chybí.

6.2 SPORTINGBET

Britská akciová společnost Sportingbet plc poskytuje služby v oblasti online sázení a hazardních her. Hlavními trhy jsou Evropa (hlavně Řecko a Španělsko) a Austrálie, dále pak rozvíjející se trhy v Kanadě, Brazílii, Chile a JAR. Sportingbet nabízí svým zákazníkům tři hlavní produkty. Na GGR se z 71% podílí sportovní sázky, z 21% kasino hry a z 8% Poker. Společnost nyní dobrovolně ustupuje z neregulovaných trhů a legalizuje své podnikání. (Sportingbet, 2012)

Společnost Sportingbet do října roku 2006 podnikala velmi úspěšně i v USA, avšak nelegálně. V říjnu 2006 vešel v platnost zákon, který zakázal americkým bankám bankovní převody z účtů amerických občanů na účty online sázkových společností. Díky tomu se zákon zakazující v USA sázení a hazardní hry (Wire Act) stal účinným i přes rozvoj online hazardu. (Independent, ©2012)

Sportingbet prostřednictvím dceřiných společností drží licence, které ji opravňují provozovat online sázkové a hazardní hry, z Velké Británie, ostrova Alderney (odtud podniká v zemích EU a v Africe). Také vlastní licenci v Itálii, Dánsku a nově i ve Španělsku, aby mohla podnikat i na těchto regulovaných a daněných trzích. Ačkoli Řecko stále nemá legislativu, která by byla v souladu s evropskými standardy, společnost Sportingbet je zde dobrovolně přihlášena k dani. Australská dceřiná společnost Sportingbet vlastní australskou licenci k provozování sportovního sázení online. Kromě toho, společnost Paradise Poker, vlastněná Sportingbetem, vlastní maltskou licenci. (Sportingbet, 2012)

6.2.1 Pozice v odvětví

Ve Sportingbetu se v první polovině hospodářského roku se zásadním způsobem změnila struktura čistých příjmů ze hry (NGR). Na jedné straně rychlý růst australské dceřiné společnosti a její akvizice z konce srpna 2011 s australskou sázkovou firmou Centerbet. Na druhé straně je prodej Tureckého tržního podílu a nové daně ze hry v Řecku a Španělsku. To výrazným způsobem posouvá těžiště podnikání z Evropy do Austrálie. V první polovině hospodářského roku 2011/12 byl podíl Austrálie na celkovém NGR asi 40% oproti cca 18 procentům z celého roku 2010/11. (Sportingbet, 2012)

Na australském trhu je Sportingbet nyní největším poskytovatelem sportovních sázek. (Live Online Betting, ©2012)

6.2.2 Analýza finančních výkazů

6.2.2.1 Finanční analýza

Čísla pro výpočet byla čerpána z konsolidovaných účetních výkazů společnosti Sportingbet. Hospodářský rok firmy začíná 1. 8. a končí 31. 7.

mil. GBP	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Sázky	2 053,90	1 971,30	1 577,20	1 347,80	1 096,40	2 063,50
Sázky - výhry - daň (NGR)	206,30	207,50	163,60	144,30	119,40	303,30
EBIT	24,40	7,10	21,90	0,80	-33,60	74,20
EAT	20,70	3,90	21,80	-2,30	-33,80	69,20

Tabulka 3 Výnosy a zisk společnosti Sportingbet (Sportingbet, 2012)

Propad přijatých sázek mezi hospodářskými roky 2005/06 a 2006/07 byl způsoben zastavením podnikání v USA. Akcie Sportingbetu spadly v této době během půl roku z hodnoty cca 450 GBP na cca 50 GBP – tedy o téměř 90%. (Yahoo! Finance, ©2012)

V hospodářském období 2009/10 se společnost Sportingbet dohodla s USA na vypořádání nelegálního podnikání z let 1998-2006 ve výši 33 mil. USD. Zajistila si tak bezrizikovou možnost návratu na americký trh, pokud by bylo online sázení v budoucnu legalizováno i v USA. Poslední splátka proběhla letos v březnu. (Sportingbet, 2012)

Touto dohodou vznikly firmě mimořádné náklady, které výrazně ovlivnily zisk v období 2009/10. Mírná ztráta z hospodářského roku 2007/08 byla ještě důsledkem odchodu z USA. Těžištěm podnikání se tak stala Evropa, (hlavně Řecko, Španělsko, Turecko). Boom na evropských trzích začal až v roce 2008.

Tyto výsledky se samozřejmě promítly do ukazatelů rentability (ROA, ROE a ziskové marže). Co se týká míry zadlužení (TD/TE), tak ta se dlouhodobě pohybuje v bezpečných hodnotách. Společnost Sportingbet v posledních letech operuje s poměrně nízkou likviditou, bezpečná hodnota ukazatele *current ratio* je v rozmezí 1,5 - 2,5. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 90) Je to částečně dáno i rozsáhlými změnami, které se ve firmě udály a dále pokračují. V hospodářském roce 2010/11 se ukazatel *current ratio* dostal na enormně vysokou hodnotu 2,95.

Ukazatele fin. analýzy	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08
ROA	8,2%	4,3%	15,8%	0,5%
ROE	11,6%	4,2%	23,4%	-2,7%
Zisková marže	10,0%	1,9%	13,3%	-1,6%
TD/TE	40,3%	43,9%	32,9%	42,9%
Current ratio	2,95	1,22	1,28	0,90

Tabulka 4 Ukazatele finanční analýzy společnosti Sportingbet (vlastní výpočet na základě údajů z účetní uzávěrky)

Tento nárůst zapříčinil nárůst peněz a peněžních ekvivalentů v rozvaze. Peníze byly použity na koupi australské společnosti Centerbet v hodnotě 118,6 mil GBP měsíc po účetní uzávěrce. Tato prostředky společnost Sportingbet získala emisí akcií a konvertibilních dluhopisů v celkové nominální hodnotě 130 mil. GBP (po odečtení emisních nákladů činila získaná částka 118,5 mil GBP). (Sportingbet, 2012)

Polovina částky pocházela z akcií a polovina z dluhopisů, nedošlo tedy ke ztelné změně poměru cizího kapitálu v celkových pasivech (TD/TE).

V první polovině hospodářského roku 2011/12 (konkrétně v listopadu) společnost Sportingbet prodala svůj tržní podíl v Turecku sázkové firmě GVC Sports za 142,5 mil. GBP. Platba probíhá v 36 měsíčních splátkách teprve od ledna 2012. Firma podnikání v Turecku opustila (i když pro ni bylo v roce 2010/11 největším zdrojem příjmů s podílem 22,4% na celkovém NGR). (Sportingbet, 2012)

Učinila tak v rámci své strategie, chce se stát firmou podnikající na regulovaných trzích – v Turecku má na sázkový byznys monopol státní podnik IDDA. Firma si tak chystá půdu pro pravděpodobný návrat do USA, kde licence zatím vydává pouze stát Nevada a podmínkou je, že žadatelé nesmějí podnikat nikde bez platné licence. (Gambling 911, 2011)

Zmíněná akvizice společnosti Centerbet a prodej tureckého trhu měli za následek účetní ztrátu 10,3 mil. GBP za první polovinu hospodářského roku 2011/12. K 31. 1. 2012 díky tomu také značně poklesl ukazatel likvidity *current ratio* na hodnotu 1,06 (z 2,95). I celková zadluženost stoupla na 56,5%.

Na druhou stranu celkové přijaté sázky za první polovinu tohoto hospodářského období v meziročním srovnání rostly o 18,6%. V Austrálii hrubé tržby (GGR) o 34%, se započtením GGR společnosti Centrebet dokonce o 117%. Kvůli vyššímu podílu příjmů

z regulovaných a daněných trhů (Řecko, Španělsko), rostly celkové tržby (NGR) jen o 2,8% ve srovnání s první polovinou roku 2010/11.

6.2.2.2 Analýza hodnoty firmy

K 18. 7. 2012 byla tržní hodnota firmy asi 218,433 mil. GBP. Hodnota jedné akcie tento den skončila na 32,75 GBP. Společnost Sportingbet vyplácí dividendu dvakrát do roka, což je u britských firem poměrně běžné. Aby měl vlastník akcie nárok na výplatu dividendy po uzavěření celého období (Final Dividend), musel ji nabýt před datem 14. 12. 2011 (Dividend Exdate), dividendy byla ve výši 1,1 GBP. Dividendy po pololetí (Interim Dividend, v USA se vyplácí často i čtvrtletně) byla 0,6 GBP. Nárok na její výplatu měli vlastníci akcií před datem 9. 5. 2012. (Bloomberg, ©2012)

Jelikož v posledním roce došlo k mnoha značným výše uvedeným změnám, nebyly by výpočty vycházející z výsledků za hospodářské období 2010/11 směrodatné a navíc v době, kdy tato analýza vzniká, jsou již téměř rok staré. Proto byly ve výpočtech použity hodnoty tržeb za poslední čtyři čtvrtletí (tzn. Q4 z hospodářského roku 2010/11 a Q1-Q3 z právě končícího hospodářského roku 2011/12). Dále pak *Tangible Book Value* byla vypočtena z bilanční sumy ke konci prvního pololetí, tedy k 31. 1. 2012.

mil. GBP	Q3 11/12	Q2 11/12	Q1 11/12	Q4 10/11	celkem
NGR	43,40	51,00	59,90	43,70	198,00
EAT	2,20	-8,40	-1,90	-8,90	-17,00

Tabulka 5 Tržby a čistý zisk Sportingbetu za poslední čtyři čtvrtletí
(vlastní výpočet na základě údajů z bloomberg.com)

Celkový čistý zisk za poslední čtyři čtvrtletí byl záporný (-17 mil. GBP). Tržby za poslední čtyři kvartály, tedy NGR, dosahují dohromady cca 198 mil. GBP.

$$P/E = \frac{218\,433\,000}{-17\,000\,000} = -12,85$$

Záporná je tedy i hodnota ukazatele P/E. Přestože záporné P/E nelze interpretovat, byla spočítána i tato hodnota kvůli pozdějšímu srovnání.

Tržby (NGR) jsou oproti roku 2010/11 mírně nižší, především díky daním ze hry. Přesto je hodnota ukazatele P/S velmi slušná.

$$P/S = \frac{218\,433\,000}{198\,000\,000} = 1,10$$

K 31. 1. 2012 byla bilanční suma (Book Value) 300,4 mil. GBP, což je zhruba stejně, jako na konci období 2010/11. Kvůli akvizici Centerbetu se však v rozvaze přesunulo mnoho prostředků z oběžných aktiv do položky *Goodwill a Intangible assets*. Hodnota společnosti Centerbet je totiž pro firmu Sportingbet hlavně ve strategickém postavení na perspektivním Australském trhu. Hmotná aktiva Centerbetu po odečtení dluhů mají podle předběžných odhadů hodnotu asi 8,1 mil. GBP. Sportingbet však za Centerbet zaplatil 118,6 mil. GBP, proto je zbylých 110,5 mil. GBP vykázáno jako *Goodwill*. Tato položka byla tedy ze 41,8 mil. GBP během šesti měsíců navýšena na 153,2 mil. GBP. Přesná hodnota jiných *Intangible assets* k 31. 1. není známa, nicméně na konci hospodářského roku 2011/12 byla 33,2 mil GBP, proto bylo dále od BV odpočítáno dalších 30 mil. GBP pro zpřesnění.

$$TBV = 300,4 - 153,2 - 30 = 117,2 \text{ mil. GBP} \quad P/TBV = \frac{218\,433\,000}{117\,200\,000} = 1,86$$

Jelikož v posledních čtyřech čtvrtletích vykázal Sportingbet ztrátu, je zbytečné počítat payout ratio. Sportingbet vyplatil dividendu i za účetně ztrátové první pololetí, drží se tedy nastavené výše dividend a lze tedy očekávat, že tak bude činit i nadále. Celková dividend byla za poslední dvě pololetí 1,7GBP. Z tržní hodnoty akcie byl tedy vypočítán dividendový výnos.

$$\text{Dividend Yield} = \frac{1,7}{32,75} = 5,2\%$$

6.2.3 Hodnocení firmy

Společnost Sportingbet je v současné době účetně ztrátová, což je samozřejmě také příčinou poměrně nízké ceny akcií. Z příčin těchto „ztrát“ však vyplývá, že nejde v tomto případě o pokles vnitřní hodnoty firmy. Společnost se dynamicky přizpůsobuje situaci na trhu a snaží se být především na rostoucích trzích - Austrálie, v budoucnu případně i USA. Obnovení podnikání v USA by pro Sportingbet bylo vynikající příležitostí pro nadměrné zisky, bude záležet i na tom, jakou USA nastaví daňovou politiku. V roce 2005/06, byly celkové tržby asi o 184 mil. GBP vyšší, než následující hospodářský rok. Navíc i v období 2006/07 společnost Sportingbet podnikala v USA asi dva měsíce. Roční nedaněný příjem (Sportingbet tyto příjmy nedanil) z USA by tedy byl v této době asi 220 mil GBP ročně.

Kompletní legalizaci online hazardu plánuje i Austrálie, což je samozřejmě pro Sportingbet další příležitost vzhledem k jejímu postavení na australském trhu. Zde by ale navýšení tržeb bylo patrně nižší, neboť by šlo o pouhé rozšíření podnikatelských aktivit, především v oblasti rizikových sázek. Legalizace hazardu v USA a Austrálii by tak mohla (i po určitém zdanění) tržby Sportingbetu zvýšit minimálně o cca 200 mil. GBP, tedy zdvojnásobit k období 2010/11. Uvedené výpočty jsou jen velmi hrubý (a spíše nižší) odhad.

Hodnota ukazatele P/S je poměrně slušná, zrovna tak i dividendový výnos. Hodnota ukazatele P/TBV také nedopadla zle, když je uváženo, že TBV má hodnotu asi 39% z celkové účetní hodnoty (Book Value). Hlavní zásluhu na tom má akvizice společnosti Centrebet a je třeba dodat, že touto akvizicí Sportingbet tak získal vedoucí postavení na Australském trhu, což má potenciál výhodné investice.

Problémem však u Sportingbetu zůstává stále určitá závislost na evropských trzích (cca 55% NGR), především na Řecku a Španělsku. (Sportingbet, 2012)

Řecko může brzy zbankrotovat a tak se příjmy z této země smrsknou téměř na nulu.

Ve Španělsku se situace také přiosťruje, navíc tamní legislativa, která nastavila 25% daň z GGR, se projeví v plné síle až příští hospodářský rok. Zároveň byla schválena daň z výher pro občany a to bez nároku na odpočet proher, což značnou část hráčů odradí, pokud takto právní úprava zůstane. (Online Casino Advice, ©2012)

Přesto jsou to pro Sportingbet dva největší evropské trhy, tak příjem z nich byl za první pololetí roku 2011/12 asi jen 18% z celkových tržeb (NGR)

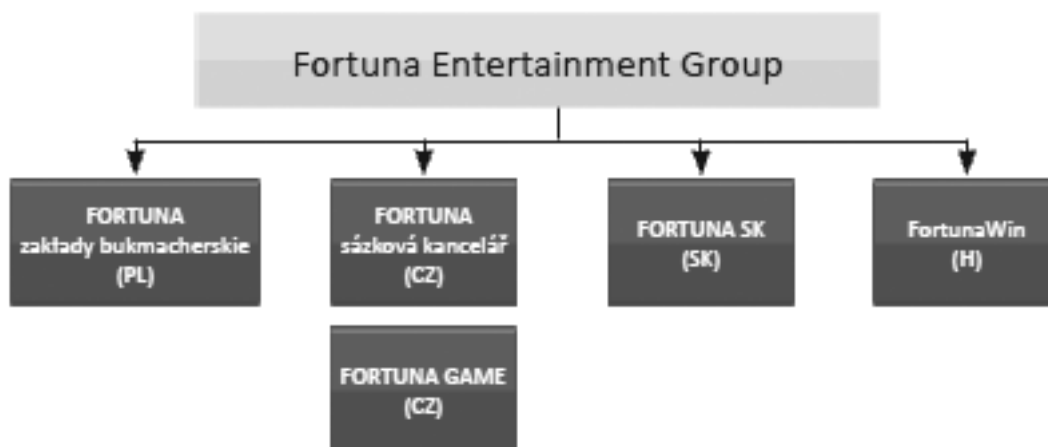
Vzhledem k uvedenému byla firma zhodnocena jako podhodnocená a tudíž vhodná pro investici, hlavně pro dlouhodobý horizont. Silným argumentem pro koupi zmíněného titulu je fakt, že nyní se hodnota akcie pohybuje zhruba na 8% maxima z roku 2006 před nuceným ukončením podnikání v USA, viz. Příloha VIII. Nutno dodat, že je vzhledem k možnému legislativnímu a také hospodářskému vývoji v Evropě je i značně riziková.

6.3 FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

Zakládající společnost FORTUNA sázková kancelář, a.s. vznikla již v roce 1990 v Praze. O rok později byla na Slovensku založena sesterská společnost Terno. V roce 2005 se novým vlastníkem obou společností stala slovenská investiční skupina Penta Investments. Ta se zaměřila na sjednocení značky a ještě ve stejném roce přidala do skupiny polskou sázkovou kancelář Profesionał. Vznikla tak akciová společnost Fortuna Entertainment Group (dále jen Fortuna), která sídlí v Nizozemí a je jedním z předních poskytovatelů kurzových sportovních sázek ve střední a východní Evropě. V říjnu roku 2010 vstoupila Fortuna na pražskou a varšavskou burzu. (Fortuna Entertainment Group, 2012)

Mateřská společnost celé holdingové struktury sídlí v Nizozemí, díky čemuž Fortuna může využívat místních daňových výhod pro holdingy. Dceřiné společnosti sídlí v zemích, kde zároveň podnikají a platí daně. Výjimkou je pouze společnost FortunaWin se sídlem na Maltě, která na dálku nabízí online služby v Maďarsku. (Fortuna Entertainment Group, 2012)

Maďarsko však od tohoto roku bude zdaňovat i zahraniční poskytovatele. (Sázení.cz, ©2012)



Obrázek 3 Struktura společnosti Fortuna Entertainment Group (Fortuna Entertainment Group, 2012)

Fortuna nabízí svým zákazníkům jako hlavní produkt sportovní sázení, a to v online i offline formě v České republice, Polsku, na Slovensku a pouze v online formě i v Maďarsku. Od

července 2011 provozuje Fortuna v České republice i číselnou loterii. (Fortuna Entertainment Group, 2012)

6.3.1 Pozice v odvětví

Hlavním trhem pro Fortunu je Česká republika, odkud plynulo v roce 2011 společnosti 51% z čistých celkových příjmů ze hry (NGR), konkrétně asi 46% ze sportovních sázek a 5% z loterie a stíracích losů. Asi 32% NGR plynulo ze Slovenska a 17% z Polska. Pouhých 0,25% čistých příjmů bylo v roce 2011 z Maďarska. V ČR, Polsku a na Slovensku zaujímá Fortuna cca 30% podíl na jednotlivých místních trzích sportovních sázek. (Fortuna Entertainment Group, 2012) Je třeba dodat, že se do těchto trhů nepočítají nelicencovaní poskytovatelé.

V roce 2011 hrubé příjmy ze hry (GGR) z kamenných poboček klesly o 3,9%. Oproti tomu GGR z online sázení stoupl o 28,8%. Online sázení se podílelo na celkovém GGR z 29%. Tento poměr se bude i nadále navyšovat v tomto roce, protože Fortuna letos koncem ledna spustila online sázení i v Polsku. Navíc se právě zde v červnu konal evropský šampionát ve fotbale, během kterého společnost zaznamenala masivní nárůst registrovaných sázkařů z Polska. (Fortuna Entertainment Group, 2012)

6.3.2 Analýza finančních výkazů

6.3.2.1 Finanční analýza

Hospodářský rok Fortuny začíná 1. 1. a končí 31. 12.

mil. EUR	2011	2010	2009	2008	2007
Sázky	409,34	385,45	379,46	367,45	252,89
Sázky - výhry - daň (NGR)	80,50	74,40	73,38	79,74	54,39
EBIT	16,83	22,45	17,37	17,13	12,77
EAT	13,32	20,26	14,83	13,56	8,93

Tabulka 6 Výnosy a zisk společnosti Fortuna (Fortuna Entertainment Group, 2012)

Ačkoli to při prvním pohledu není zcela patrné, i sázková společnost Fortuna je značně citlivá na konání významných sportovních událostí. Příkladem je rok 2008, kdy se konal evropský šampionát ve fotbale a letní olympiáda. Fortuna tento rok zaznamenala výrazný nárůst sázek a pochopitelně i tržeb a zisku (u všech položek cca 50%).

V březnu roku 2010 Fortuna prodala dceřinou společnost Fortuna HR, která působila v Chorvatsku. K prodeji došlo kvůli ztrátovosti dceřiné firmy a zpoždění předpokládaného legislativního vývoje. (BH Securities, ©2009-2010)

Proto v tomto hospodářském roce narostly přijaté sázky pouze o 1,6%. Bez započtení výsledků z Chorvatska by nárůst přijatých sázek v roce 2010 činil 13,7%. Však tím, že se Fortuna vzdala ztrátového podnikání, navýšila ve zmíněném roce svůj čistý zisk téměř o 37%.

Pokles tržeb, tedy čistých příjmů ze hry (NGR), v roce 2009 způsobilo několik faktorů. Zaprvé to byl vyšší poměr vyplacených výher z celkových přijatých sázek, který se drží i v dalších letech. Pokud by zůstal zachován poměr vyplacených sázek k celkovým výhrám z roku 2008, pak by NGR bylo v roce 2009 vyšší o 9,94 mil. EUR. To mohlo být způsobeno hospodářskou krizí (sázkaři sázejí s větším rozmyslem) a také rozvojem online sázení, při kterém jsou obecně sázkaři většinou přesnější.

Zadruhé se zde také podepsal vyšší odvod v ČR na dobročinné účely. Na Slovensku, v Polsku i ve zmíněném Chorvatsku se totiž odvody z hraní počítají procentní sazbou z přijatých sázek. (Sázení.cz, ©2012)

V ČR v minulých letech platilo, že sázková společnost odvede 6-20% z hrubých příjmů (GGR) na dobročinnost. Od roku 2012 musí odvádět 20% z GGR jako loterijní daň plus nově i daň z příjmu právnických osob 19%. (České Televize, ©1996-2012)

I přesto, že přijaté sázky a tržby v roce 2011 rostly, tak je celkový zisk Fortuny v tomto roce nižší. Je to z důvodu vynaložených nákladů na rozjezd loterie v ČR. (Fortuna Entertainment Group, 2012)

To způsobilo pokles ukazatelů rentability. S nástupem společnosti Penta Investments v roce 2005 začalo formování značky. Do dceřiných společností putovaly ohromné objemy investic, což mělo dopad na celkové zadlužení (TD/TE) i na likviditu (current ratio). Vysoké hodnoty ukazatele ROE v letech 2007 a 2008 odrážejí spíše nízký objem vlastního kapitálu, než ziskovost.

Ukazatele fin. analýzy	2011	2010	2009	2008	2007
ROA	17,9%	23,4%	14,4%	15,1%	15,0%
ROE	28,5%	39,0%	36,6%	48,3%	72,4%
Zisková marže	16,5%	27,2%	20,2%	17,0%	16,4%
TD/TE	50,2%	45,7%	66,5%	75,2%	85,5%
Current ratio	0,92	1,40	0,48	0,73	0,54

Tabulka 7 Ukazatele finanční analýzy společnosti Fortuna (vlastní výpočet na základě údajů z účetní uzávěrky)

Fortuna Entertainment Group je společnost, kterou si v uplynulých letech zformoval její majoritní vlastník Penta Investments, nadnárodní korporace s vlastním kapitálem přes 1 mld. EUR. Proto v tomto případě nehrají ukazatele zadluženosti, či likvidity velkou roli, neboť tato skutečnost Fortuně značně ulehčuje její financování. Záleží ale na ukazatelích ziskovosti, jejichž hodnoty byly pro rok 2011 velmi uspokojivé, i přes nižší zisky kvůli loterii. Nové zdanění v ČR se však rovněž promítne negativně do zisku za rok 2012.

6.3.2.2 Analýza hodnoty firmy

Tržní hodnota akcie ke dni 18. 7. 2012 dosáhla na pražské burze hodnoty 94,17 CZK. Emittováno je celkem 52 mil. kusů akcií. Zisk na jednu akcii (EPS) je 0,256154 EUR. Dividenda byla vyplacena ve výši 0,23 EUR všem akcionářům, kteří své akcie nabyli před datem 6. 6. 2012. (Bloomberg, ©2012)

Kurz CZK/EUR vypsany ČNB dne 18. 7. 2012 byl 25,28. Převáděno tímto kurzem, byla hodnota akcie v tento den 3,725 EUR.

$$MV = 52\,000\,000 * 3,725 = 193\,700\,000 \text{ EUR}$$

Tržní hodnota firmy (MV) dosáhla ke dni 18. 7. 2012 asi 193,7 mil EUR. Z ní byl vypočítán ukazatel P/E. Vzhledem k tomu, že v posledních letech (2009 až 2011) rostly přijaté sázky mírným tempem 3,7% a čisté výnosy ze hry stagnovaly, bylo by zbytečné počítat ukazatel P/E/G.

$$P/E = \frac{193\,700\,000}{13\,320\,000} = 14,54$$

Ukazatel P/S byl vypočítán opět z NGR, tedy z čistých výnosů ze hry za rok 2011.

$$P/S = \frac{193\,700\,000}{80\,499\,000} = 2,41$$

Na celkových aktivech má goodwill podíl asi 52,6%, intangible assets pak 8,3%. Především hodnota goodwillu se značně projeví ve výsledné hodnotě ukazatele P/TBV. Podobně jako v případě Sprotingbetu je to způsobeno zmíněnými akvizicemi.

$$P/TBV = \frac{193\,700\,000}{36\,727\,000} = 5,27$$

Fortuna deklaruje dividendu ve výši 70-100% čistého zisku. Tato štědrá dividendu má svůj důvod. Pro skupinu Penta Investments je Fortuna investicí a chce z ní mít co nejvyšší zisk formou dividend. Z Nizozemí, kde Fortuna Entertainment Group sídlí, platí Fortuna dividendu, která jde firmě Aifelmona Holdings Ltd. Tato společnost se sídlem na Kypru vlastní 67,26% akcií Fortuny a spadá pod Penta Investments. Touto složitou cestou je dosaženo maximální daňové úlevy na srážkových daních z dividend.

$$\text{Payout ratio} = \frac{0,23}{0,256154} = 89,8\% \qquad \text{Dividend Yield} = \frac{0,23}{3,725} = 6,2\%$$

Payout ratio potvrzuje deklarovanou dividendovou politiku. V poměru k ceně akcie nabízí Fortuna i zajímavý dividendový výnos.

6.3.3 Hodnocení firmy

Fortuna nadále zvyšuje objem přijatých sázek a investuje do nových produktů (loterie v ČR). Od tohoto roku zahájila online sázení v Polsku. Za první čtvrtletí hrubý příjem ze hry v Polsku vzrostl o 14,7% hlavně díky online sázení. Celkem GGR vzrostlo o 15,7%. Hrubé příjmy Fortuny z evropského šampionátu byly letos ve srovnání s šampionátem v roce 2008 vyšší o cca 12%. (Fortuna Entertainment Group, 2012)

Díky vyššímu zdanění v ČR ovšem ani letos nelze očekávat výrazný růst čistých příjmů ze hry a čistého zisku. Legislativní prostředí není pro Fortunu v ČR příznivé, navíc musí bojovat se zahraniční konkurencí, kterou nové daně netrápí. Teprve se ukáže, jak moc se tyto daně projeví na výsledku hospodaření. Na hodnoty ziskových ukazatelů (ROA, ROE a Zisková marže), které nyní vypadají velmi dobře, může mít nové zdanění velice nepříznivý vliv.

Významnou roli dále hraje fakt, že majoritním vlastníkem je společnost Penta Investment. Jelikož však jde o firmu, která není obchodována na burze, investor o ní může získat jen minimum informací. Díky tomu a také díky nižším nárokům na zveřejňování informací o hospodaření (v porovnání se západní Evropou, nebo USA), není společnost Fortuna příliš

transparentní. Co se týká hodnoty firmy, je Fortuna na burze podle ukazatelů fundamentální analýzy příliš drahá pro investici. Především ukazatele P/TBV a P/S jsou značně vysoké. Snad i kvůli deklarované dividendové politice.

Vzhledem k uvedenému nelze doporučit Fortunu jako společnost vhodnou k investici, neboť je trhem nadhodnocená. Příjmy ze hry letos jistě vzrostou, avšak je tu i vyšší zdanění. Nepříznivá legislativa, která zvýhodňuje zahraniční konkurenci, není pro Fortunu do budoucna příznivá. Nevýhodou je i nižší transparentnost společnosti.

Za současných podmínek by akcie byla vhodná ke koupi cca na 60% hodnoty, (tj. za 2,24 EUR, tedy asi za 56,4 CZK) a to pouze na krátkodobý investiční horizont do jednoho roku.

6.4 Vzájemné srovnání všech tří akciových titulů

V Tabulce 8 jsou uvedeny hodnoty vybraných ukazatelů kapitálového trhu u všech tří analyzovaných společností.

	Bet-at-Home	Sportingbet	Fortuna
P/E	19,22	-12,85	14,54
P/S	1,34	1,10	2,41
P/TBV	1,77	1,86	5,27
Payout ratio	45,8%	-	89,8%
Dividend Yield	2,4%	5,2%	6,2%

Tabulka 8 Vzájemné srovnání všech tří firem

Ukazatele P/E jsou u společností Fortuna a BaH poměrně vysoko, záleží však hlavně na jejich budoucím vývoji, který je hlavně v případě těchto dvou firem velmi nejistý kvůli legislativnímu prostředí. P/E u Sportingbetu je záporné kvůli zápornému zisku. Ten byl způsoben přesunem podnikání na regulované trhy (odchod z Turecka), tedy i novým daním a úbytkem hrubých příjmů ze hry (GGR) na klíčových trzích v Evropě (Řecko a Španělsko). Přijaté sázky však nadále rostou u všech třech titulů.

Ukazatel P/S je vhodný pro doplnění hodnot P/E. Společnost Sportingbet, díky nízké ceně svých akcií, vykazuje velmi dobrou hodnotu ukazatele P/S, ale i slušnou hodnotu P/TBV a to přesto, že cca 50% aktiv je goodwill, který vznikl akvizicí Centerbetu. Podobná situace s vysokým goodwillem kvůli akvizicím je i u společnosti Fortuna, nicméně v tomto případě je výsledná hodnota P/TBV značně vysoká, zrovna tak i hodnota P/S. Hodnoty P/TBV a P/S u BaH jsou celkem v pořádku, navíc poměr goodwillu a jiných nehmotných aktiv vůči celkovým aktivům je v BaH velmi nízký.

BaH i se svojí růstovou strategií vyplácí poměrně slušnou dividendu, nicméně i přesto v tomto ohledu zaostává za Sportingbetem a Fortunou. Dividendová politika Fortuny (dividenda 70-100% zisku) je pro investora velmi lákavá. Je to doklad toho, že Fortuna je investicí Penta Investments, kam se většina zisku přes dividendy přesouvá. Sportingbet vyplatil pololetní dividendu, i když dosáhl účetní ztráty (proto v Tabulce 8 není uveden Payout ratio). Žádná firma však nemůže dlouhodobě vyplácet dividendu ze ztrát, to je třeba zdůraznit. I budoucí dividendy těchto firem jsou samozřejmě podmíněny budoucími zisky.

ZÁVĚR

Dluhová krize v eurozóně se v těchto měsících posouvá do své rozhodující etapy a na finančních trzích převládá nejistota. Především Španělsko a Itálie budou teď v centru pozornosti a další vývoj v těchto zemích může značně ovlivnit budoucí události v eurozóně, ale částečně i v USA a na celém světě. Akciové trhy nyní reagují velmi kladně, když se objeví známky hospodářského růstu, jako například začátkem tohoto roku v USA. Expanzivní monetární politika centrálních bank není totiž v tomto ohledu dlouhodobě účinná. Lze očekávat, že vlády budou příštích letech výrazně šetřit, což hospodářský růst také nepovzbudí.

Členské země EU v následujících letech chtějí začít účinně danit online hazardní hry a zvýšit tak příjmy do státních rozpočtů. Státní rozpočet je velké téma i v USA. I zde se veřejně mluví o legalizaci hazardních her. Kromě daní hovoří ve prospěch legalizace hazardu i prohlášení ministerstva spravedlnosti, že se nynější zákaz hazardu týká pouze sportovních sázek, tedy ne pokeru a kasin. Posun v celé věci na federální úrovni nyní brzdí neutrální postoj Bílého domu před prezidentskými volbami. V Austrálii, kde je legalizováno pouze sportovní sázení se nyní mluví i o legalizaci ostatních hazardních her. Díky rozvoji online hazardu je vláda více nakloněna plné legalizaci. Australané totiž podobně jako Evropané často hrají na nelegálních internetových stránkách. Američanům bylo v hraní účinně zamezeno v roce 2006. Online hazardní hry jsou segmentem, který stále roste a přitahuje nové zákazníky. Právě díky online hazardním hrám měli sázkové společnosti rostoucí zisky i v dobách finanční krize.

Společnost BaH byla vyhodnocena jako správně ohodnocená, což není důvod k investici. Navíc působí pouze na trhu EU a většinou bez platné licence. V příštích letech pravděpodobně dojde v mnoha zemích k regulaci trhu a společnosti BaH vzniknou nové daně. Fortuna podniká legálně, nicméně od letošního roku se prudce navýší daň na klíčovém trhu v ČR. Navíc musí stále čelit zahraniční konkurenci, která tuto daň neplatí. Účinná právní regulace, která by tomu zamezila, může vzniknout i za několik let.

Jediná z analyzovaných tří společností, která byla vyhodnocena jako podhodnocená, tudíž vhodná k investici je společnost Sportingbet. Je tomu tak především proto, že v posledních čtyřech čtvrtletích byla firma převážně ztrátová. Příčinou ztrát byla restrukturalizace podnikání, aby se společnost mohla co nejdříve ucházet o licenci ve státě Nevada v USA a později případně v dalších amerických státech. Akvizicí Centrebetu se firma stala jedničkou na dynamickém trhu v Austrálii. I zde se mluví o plné legalizaci hazardních her. Hod-

nota akcie Sportingbetu je nyní na pouhých 8% jejího maxima z roku 2006. Pak následoval prudký pokles ceny způsobený hlavně nuceným odchodem z USA. Opětovný návrat na trh v USA a významné rozšíření aktivit v Austrálii jsou podmíněny budoucím legislativním vývojem v obou zemích. Značnou roli by pak hrály i stanovené daně, které jsou pochopitelně hlavní motivací vlád obou zemí k liberalizaci trhu. Přesto, pokud by byl tento legislativní vývoj příznivý (což je v nejbližších letech v obou zemích pravděpodobné), pro Sportingbet by to byla senzační zpráva. Díky svému postavení na trhu v Austrálii a díky databázi zákazníků v USA, kterou společnost získala za dobu svého podnikání před koncem roku 2006, by Sportingbet mohl své roční tržby (NGR) i zdvojnásobit. Mnohem větší pozitivní dopad by měla legalizace hazardu v USA, než legalizace hazardu v Austrálii.

Sportingbet vyplácí konstantní výši dividendy (5,2% ročně z nynější tržní hodnoty). Požadovaný výnos investorovi by tak mohly přinést hlavně dividendy (při současné výši dividendového výnosu 5,2% je to za pět let 26% investice z požadovaných 30%). Tato dividendy v budoucnu, ačkoli je konstantní, však stejně závisí na výši budoucích zisků, jako u BaH nebo Fortuny. Nelze na ni tedy spoléhat. Vývoj výše budoucích zisků vypadá ale stejně nejlépe u Sportingbetu. Sportingbet má kromě své hodnoty na trhu oproti BaH a Fortuně ještě další výhodu. Nemá totiž majoritního vlastníka, je tedy transparentnější. Je však třeba zdůraznit, že investice do Sportingbetu obsahuje značnou dávku spekulace ohledně legislativního vývoje v USA a Austrálii a je třeba mít na paměti, že ekonomický výhled do dalších let není v Evropě ani v USA nijak příznivý.

Doporučený postup tedy zní akcie Sportingbetu nakoupit, neboť splňují požadavky zadání. Akcie je nyní podhodnocená. Situace na finančních trzích je nyní nejistá a investice do akcie obsahuje i značný prvek spekulace. Akcie má však potenciál přinést tomuto riziku odpovídající výnos, a to i mnohem vyšší, než požadovaných 30% za pět let. Pokud by byl liberalizován hazard v USA, nebo v Austrálii, pak je doporučeno vyčkat s prodejem akcie do uveřejnění prvních hospodářských výsledků, ve kterých se tato skutečnost projeví a nejdříve provést další analýzu. Pokud však nedojde k zásadnímu posunu v otázce liberalizace ani na jednom ze dvou zmíněných trhů a hodnota akcie na burze klesne pod 25 GBP, je třeba nakoupené akcie prodat a přijmout ztrátu, která by byla asi 25%. Jelikož je investice značně spekulativní, investor by místo 20% měl do tohoto titulu investovat maximálně 10% portfolia, tedy 100 000 Kč.

Doporučení koupit akcie Sportingbetu vyplývá ze závěrů fundamentální analýzy. Před skutečným nákupem je třeba provést i analýzu technickou.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Monografie

- [1] GLADIŠ, Daniel, 2010. *Naučte se investovat*. 2. vydání. Praha: Grada Publishing, 176 s. ISBN 978-80-247-1205-5.
- [2] GRAHAM, Benjamin, 2009. *Inteligentní investor*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 504 s. ISBN 978-80-247-1792-0.
- [3] JÍLEK, Josef, 2009. *Finanční trhy a investování*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 684 s. ISBN 978-80-247-1653-4.
- [4] KLOUDOVÁ, Jitka, 2009. *Makroekonomie I*. 1. vydání. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 230 s. ISBN 978-80-7318-800-9.
- [5] KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2010. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada Publishing, 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- [6] KOHOUT, Pavel, 2010. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 6. vydání. Praha: Grada Publishing, 296 s. ISBN 978-80-247-3315-9.
- [7] KRÁL, Miloš, 2008. *Fundamentální analýza*. 1. vydání. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 132 s. ISBN 978-80-7318-765-1.
- [8] POLÁCH, Jiří et al., 2008. *Peněžní a kapitálové trhy - 1. část*. 2. vydání. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 105 s. ISBN 978-80-7318-757-6.
- [9] POLÁCH, Jiří et al., 2008. *Peněžní a kapitálové trhy - 2. část*. 2. vydání. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 297 s. ISBN 978-80-7318-758-3.
- [10] SIEGEL, Jeremy, 2011. *Investice do akcií, běh na dlouho trať*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 296 s. ISBN 978-80-247-3860-4.
- [11] VESELÁ, Jitka, 2007. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vydání. Praha: ASPI, 704 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

Internetové zdroje:

- [12] AGCC, ©2012. eGambling Licensees. *Gamblingcontrol.org*[online]. [cit. 2012-07-15]. Dostupné z: <http://www.gamblingcontrol.org/licensees2.php>
- [13] AKCIE.CZ, ©2009. Investiční slovník. *Akcie.cz*[online]. [cit. 2012-06-15]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/slovník/dividendovy-vynos-dividend-yield>
- [14] AKONT, ©2003-2012. Daňové plánování a optimalizace. *Akont.cz*[online]. [cit. 2012-07-25]. Dostupné z: <http://www.akont.cz>

- [15] AKTUÁLNĚ.CZ, ©1999-2012. Dostane se EU z krize?. *Aktualne.cz*[online]. [cit. 2012-06-30]. Dostupné z:
<http://aktualne.centrum.cz/zahranici/grafika/2012/04/10/dostane-se-eu-z-krize-hlavni-ekonomicke-ukazatele-/?cid=750352>
- [16] ARTHUR D. LITTLE, 2012. Online gambling: All In?. *Adlittle.com*[online]. [cit. 2012-04-30]. Dostupné z:
http://www.adlittle.com/downloads/tx_adlreports/ADL_OG_01.pdf
- [17] AUSTRALIAN GOVERNMENT, 2011. Review of the Interactive Gambling Act 2001. *Dbcde.gov.au*[online]. [cit. 2012-05-01]. Dostupné z:
http://www.dbcde.gov.au/broadband/online_gambling/2011_review_of_the_interactive_gambling_act_2001/
- [18] BANK OF ENGLAND, 2012. Bankstats. *Bankofengland.co.uk*[online]. [cit. 2012-07-02]. Dostupné z:
<http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Pages/bankstats/default.aspx>
- [19] BBC NEWS, ©2012. Eurozone crisis explained. *Bbc.co.uk*[online]. [cit. 2012-06-30]. Dostupné z: <http://www.bbc.co.uk/news/business-13798000>
- [20] BET-AT-HOME, 2012. *Bet-at-home.ag*[online]. [cit. 2012-07-18]. Dostupné z:
<http://www.bet-at-home.ag/>
- [21] BH SECURITIES, ©2009-2010. *Bhs.cz*[online]. [cit. 2012-08-03]. Dostupné z:
<http://bhs.cz/>
- [22] BETFAIR, ©2012. *Betfair.com*[online]. [cit. 2012-05-01]. Dostupné z:
<http://corporate.betfair.com/>
- [23] BLOOMBERG, ©2012. *Bloomberg.com*[online]. [cit. 2012-06-02]. Dostupné z:
<http://www.bloomberg.com/>
- [24] BUSSINESSVIZE, ©2010-2011. Není zisk jako zisk. *Businessvize.cz*[online]. [cit. 2012-06-08]. Dostupné z: <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/neni-zisk-jako-zisk>
- [25] BWIN.PARTY, ©2012. *Bwinparty.com*[online]. [cit. 2012-07-22]. Dostupné z:
<http://www.bwinparty.com>

- [26] CASASA, 2011. Newsletter. *Casasa.org*[online]. [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: http://www.casasa.org.za/CASA_Newsletter_Issue_23.pdf
- [27] ČESKÁ TELEVIZE, ©1996-2012. Sportu chybí peníze z hazardu. *Ceskatelevize.cz*[online]. [cit. 2012-08-02]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/167815-sportu-chybi-penize-z-hazardu-loterijni-firmy-setri-kvuli-danim/>
- [28] ČESKÝ ROZHLAS, ©2012. Stát chystá ofenzivu proti sázení na zahraničních webech. *Rozhlas.cz*[online]. [cit. 2012-04-20]. Dostupné z: http://m.rozhlas.cz/zpravy/politika/_zprava/stat-chysta-ofenzivu-proti-sazeni-na-zahranicnich-webech--1046174
- [29] ČNB, ©2003-2012. *Cnb.cz*[online]. [cit. 2012-07-15]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/>
- [30] EGBA, ©2010. Market reality. *Egba.com*[online]. [cit. 2012-04-20]. Dostupné z: <http://www.egba.eu/en/facts/marketreality>
- [31] EUROPEAN CENTRAL BANK, 2012. Statistical data warehouse. *Ecb.int*[online]. [cit. 2012-07-08]. Dostupné z: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000141>
- [32] EUROPEAN COMMISSION, 2011. Public consultation. *Ec.europa.eu*[online]. [cit. 2012-04-21]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/services/gambling_en.htm
- [33] EUROSTAT, 2012. *Epp.eurostat.ec.europa.eu*[online]. [cit. 2012-06-28]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>
- [34] EVROPSKÝ PARLAMENT, 2011. Zpravodajství. *Europarl.europa.eu*[online]. [cit. 2012-05-01]. Dostupné z: <http://www.europarl.europa.eu/news/cs/headlines/content/20111118STO31845/html/Online-hazard-Poslanci-po%C5%BEaduj%C3%AD-koordinovan%C3%BD-postup-na-%C3%BArovni-EU>
- [35] FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP, 2012. *Fortunagroup.cz*[online]. [cit. 2012-07-30]. Dostupné z: <http://www.fortunagroup.cz/>
- [36] FXSTREET.CZ, ©2009-2012. Kvantitativní uvolňování. *Fxstreet.cz*[online]. [cit. 2012-06-27]. Dostupné z: <http://www.fxstreet.cz/kvantitativni-uvolnovani.html>

- [37] GAMBLING 911, 2011. Sportingbet Has Sold Its Turkish Business to GVC Sports. *Gambling911.com*[online]. [cit. 2012-07-23]. Dostupné z:
<http://www.gambling911.com/gambling-news/sportingbet-has-sold-its-turkish-business-gvc-sports-101411.html>
- [38] GAMBLING CITY.NET, ©2008-2012. Global Online Gambling Growth: 2003 - Present. *Gamblingcity.net*[online]. [cit. 2012-08-01]. Dostupné z:
<http://www.gamblingcity.net/gambling-articles/2012-01/global-online-growth-2003-present.php>
- [39] IHNED.CZ, ©1996-2012. *Ihned.cz*[online]. [cit. 2012-06-12]. Dostupné z:
<http://ihned.cz/>
- [40] INDEPENDENT, ©2012. Sportingbet game for a winner with US return *Independent.co.uk*[online]. [cit. 2012-07-23]. Dostupné z:
<http://www.independent.co.uk/news/business/news/sportingbet-game-for-a-winner-with-us-return-7593504.html>
- [41] INVESTIČNÍ WEB, ©2009-2012. *Investicniweb.cz*[online]. [cit. 2012-06-02]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/>
- [42] LGA, 2012. Licencees. *Lga.org*[online]. [cit. 2012-07-15]. Dostupné z:
<http://www.lga.org.mt/lga/content.aspx?id=86949>
- [43] LIVE ONLINE BETTING, ©2012. Sportingbet Australia Review. *Liveonlinebetting.info*[online]. [cit. 2012-07-23]. Dostupné z:
<http://www.liveonlinebetting.info/review/sportingbet-australia/>
- [44] MFČR, ©2005-2012. Makroekonomická predikce. *Mfcr.cz*[online]. [cit. 2012-07-02]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html
- [45] MZV, 2011. EU zvažuje regulaci sázek po internetu. *Mzv.cz*[online]. [cit. 2012-04-20]. Dostupné z:
http://www.mzv.cz/representation_brussels/cz/evropska_unie/vnitri_trh_eu/-zastupitelske_urady-representation_brussels-publish-cz-evropska_unie-vnitri_trh_eu-eu_zvazuje_regulaci_sazek_po_internetu.html
- [46] NAMA WINE LAKE, 2012. PIIGS bond yields. *Namawinelake.wordpress.com*[online]. [cit. 2012-07-08]. Dostupné z:
<http://namawinelake.wordpress.com/about/pigs-10-year-bond-yields-bloomberg/>

- [47] ONLINE CASINO ADVICE, ©2012. News. *Onlinecasinoadvice.com*[online]. [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.onlinecasinoadvice.com/news>
- [48] PATRIA ONLINE, ©1997-2012. *Patria.cz*[online]. [cit. 2012-06-01]. Dostupné z: <http://www.patria.cz>
- [49] REUTERS, 2012. *Reuters.com*[online]. [cit. 2012-07-23]. Dostupné z: www.reuters.com
- [50] SÁZENÍ.CZ, ©2012. *Sazeni.cz*[online]. [cit. 2012-07-31]. Dostupné z: <http://www.sazeni.cz/>
- [51] SPORTINGBET, 2012. *Sportingbetplc.com*[online]. [cit. 2012-05-25]. Dostupné z: <http://www.sportingbetplc.com/>
- [52] TRADING ECONOMICS, ©2012. *Tradingeconomics.com*[online]. [cit. 2012-07-04]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/>
- [53] US GOVERNMENT SPENDING, 2012. US national debt as percent of GDP. *Usgovernmentspending.com*[online]. [cit. 2012-06-25]. Dostupné z: http://www.usgovernmentspending.com/budget_chart_gallery
- [54] WIRTSCHAFTS BLATT, 2012. Bei bet-at-home waren die Steuern höher als der Gewinn. *Wirtschaftsblatt.at*[online]. [cit. 2012-07-20]. Dostupné z: <http://www.wirtschaftsblatt.at/home/boerse/bwien/bei-bet-at-home-waren-die-steuern-hoehler-als-der-gewinn-509824/index.do>
- [55] WORLD COMMERCE REVIEW, 2011. World Commerce Review Austria blog. *Worldcommercereview.com*[online]. [cit. 2012-07-21]. Dostupné z: <http://www.worldcommercereview.com/blog/austria/?p=8>
- [56] YAHOO! FINANCE, ©2012. *Finance.yahoo.com*[online]. [cit. 2012-07-04]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

BaH	Bet-at-Home
BoE	Bank of England
BV	Book Value (účetní hodnota podniku)
CZK	Česká koruna
ČR	Česká republika
ČNB	Česká národní banka
EAT	Earnings After Taxes (zisk po zdanění)
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (zisk před úroky a zdaněním)
ECB	Evropská centrální banka
EFSSF	European Financial Stability Facility
EFSM	European Financial Stabilisation Mechanism
EPS	Earnings Per Share (zisk na jednu akcii)
ESM	Evropský stabilizační mechanismus
EU	Evropská unie
EUR	Euro
GBP	Britská libra
GGR	Gross Gaming Revenue (hrubý příjem ze hry)
HDP	Hrubý domácí produkt
LTRO	Long Term Refinancing Operations (dlouhodobé refinancující operace)
MMF	Mezinárodní měnový fond
MV	Market Value (tržní cena podniku)
NGR	Net Gaming Revenue (čistý příjem ze hry)
PIIGS	Portugal, Ireland, Italy, Greece and Spain
QE	Quantitative Easing (kvantitativní uvolňování)

ROA Return On Assets (rentabilita celkového kapitálu)

ROE Return On Equity (rentabilita vlastního kapitálu)

TBV Tangible Book Value (hodnota hmotných aktiv)

USD Americký dolar

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Dluhopisy zemí PIIGS	36
Obrázek 2 Struktura společností Bet-at-Home	49
Obrázek 3 Struktura společnosti Fortuna Entertainment Group.....	60

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Výnosy a zisk společnosti Bet-at-Home	50
Tabulka 2 Ukazatele finanční analýzy společnosti Bet-at-Home	51
Tabulka 3 Výnosy a zisk společnosti Sportingbet	55
Tabulka 4 Ukazatele finanční analýzy společnosti Sportingbet	56
Tabulka 5 Tržby a čistý zisk Sportingbetu za poslední čtyři čtvrtletí	57
Tabulka 6 Výnosy a zisk společnosti Fortuna	61
Tabulka 7 Ukazatele finanční analýzy společnosti Fortuna	63
Tabulka 8 Vzájemné srovnání všech tří firem	66

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Vývoj indexu Dow Jones Industrial od srpna 2008
- P II Vývoj indexu FTSE od srpna 2008
- P III Vývoj indexu DAX od srpna 2008
- P IV Vývoj indexu PX za posledních pět let
- P V Vývoj podílu hrubých příjmů z online i Offline hazardních her na Evropském trhu
- P VI Vývoj podílu hrubých příjmů z online i Offline hazardních her na světovém trhu
- P VII Vývoj ceny akcie Bet-at-home za poslední dva roky
- P VIII Vývoj ceny akcie Sportingbet od roku 2001
- P IX Vývoj ceny akcie Fortuna Entertainment group za poslední od roku 2010

PŘÍLOHA P I: VÝVOJ INDEXU DOW JONES INDUSTRIAL OD SRPNA 2008

(Yahoo! Finance, ©2012)



PŘÍLOHA P II: VÝVOJ INDEXU FTSE OD SRPNA 2008

(Yahoo! Finance, ©2012)



PŘÍLOHA P III: VÝVOJ INDEXU DAX OD SRPNA 2008

(Yahoo! Finance, ©2012)



PŘÍLOHA P IV: VÝVOJ INDEXU PX ZA POSLEDNÍCH PĚT LET

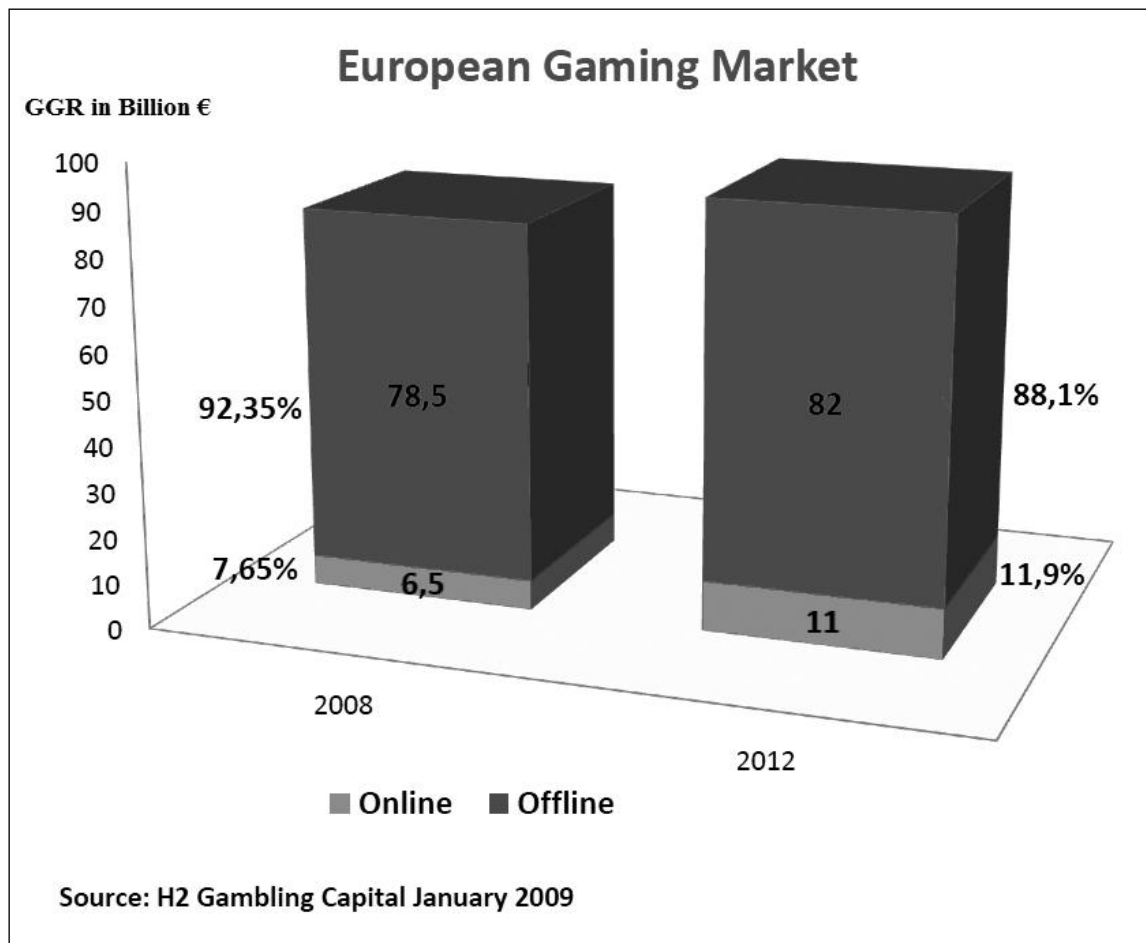
(Bloomberg, ©2012)

Interactive Chart for Prague Stock Exchange Index (PX)



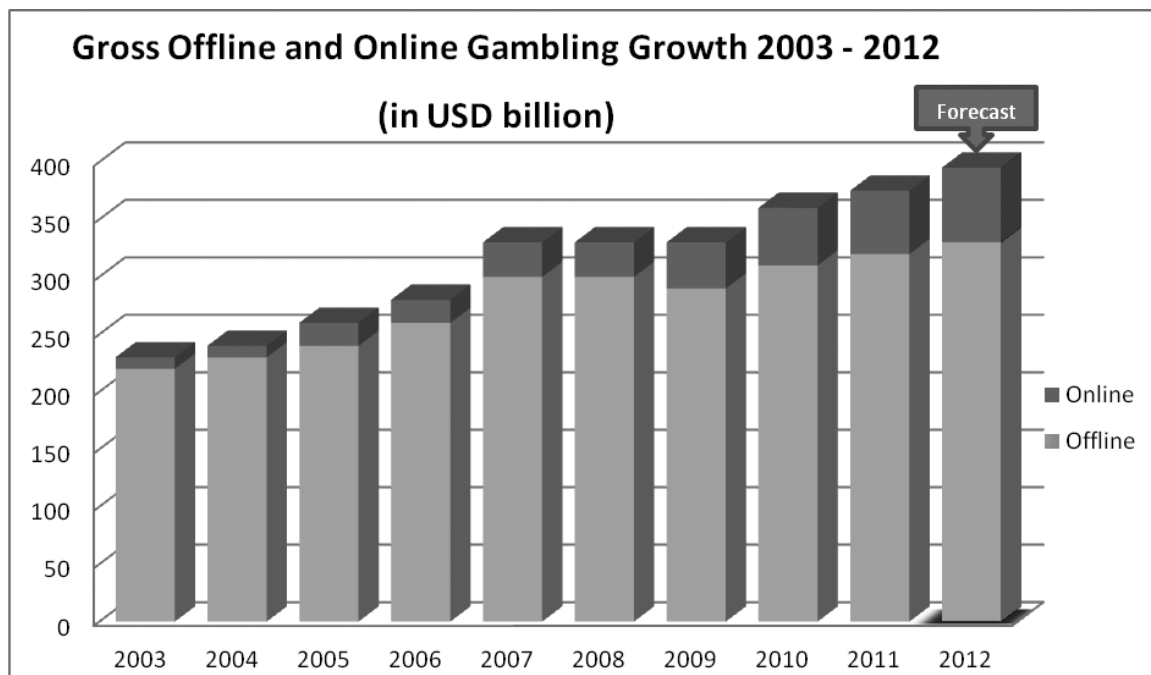
PŘÍLOHA P V: VÝVOJ PODÍLU HRUBÝCH PŘÍJMŮ Z ONLINE I OFFLINE HAZARDNÍCH HER NA EVROPSKÉM TRHU

(EGBA, ©2012)



PŘÍLOHA P VI: VÝVOJ PODÍLU HRUBÝCH PŘÍJMŮ Z ONLINE I OFFLINE HAZARDNÍCH HER NA SVĚTOVÉM TRHU

(Gamblingcity.net, ©2008-2012)



PŘÍLOHA P VII: VÝVOJ CENY AKCIE BET-AT-HOME ZA POSLEDNÍ DVA ROKY

(Yahoo! Finance, ©2012)

Bet-At-Home.com AG (ACX.DE) - XETRA

25.20 ↑0.45(1.82%) Jul 18

Enter name(s) or symbol(s) GET CHART COMPARE EVENTS TECHNICAL INDICATORS CHART SETTINGS RESET



PŘÍLOHA P VIII: VÝVOJ CENY AKCIE SPORTINGBET OD ROKU 2001

(Yahoo! Finance, ©2012)



PŘÍLOHA P IX: VÝVOJ CENY AKCIE FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP ZA POSLEDNÍ OD ROKU 2010

(Bloomberg, ©2012)

Interactive Stock Chart for Fortuna Entertainment Group NV (FORTUNA)

